

Investmentfonds und die Rechtsstellung der Anteilinhaber

Gerhard Reuter

1964

INVESTMENTFONDS UND DIE RECHTSSTELLUNG
DER ANTEILINHABER

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung des Doktorgrades
der Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Johann Wolfgang Goethe-Universität
zu Frankfurt a. M.



vorgelegt von
Gerhard Reuter
Assessor aus Wuppertal

1965

Erstgutachter : Professor Dr. Heinrich Kronstein

Zweitgutachter : Professor Dr. Hellmut Georg Isele

Tag der mündlichen Prüfung : 9. Dezember 1964

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Literaturverzeichnis	6
Abkürzungsverzeichnis	11
Einleitung	13
1. Kapitel :	
<u>Entwicklungsgeschichte der Investmentfonds</u>	
I. Vorläufer	15
II. Anfänge und Entwicklung in Schottland und England	16
III. Entwicklung in den USA	20
IV. Verbreitung in anderen europäischen Ländern	25
V. Die Entwicklung in Deutschland	26
2. Kapitel :	
<u>Organisationsformen der Investmentfonds</u>	
I. Vorbemerkung	34
II. "Fixed type" und "flexible oder management type"	34
III. "Closed-end fund" und "open-end oder mutual fund"	35
3. Kapitel :	
<u>Übersicht über die angelsächsischen Investmentfonds als Vorgänger der deutschen Einrichtungen</u>	
A. Die Rechtsformen der britischen Investmentfonds	
I. Common Law Trust	
1. Allgemeines	37
2. Ausgestaltung der Investment Trusts	38
3. Die Rechtsstellung der Anteilhaber	
a) Die Rechte am Treuhandvermögen	40
b) Das Recht des Zertifikatsinhabers auf Gewinnauszahlung und bei Auflösung des Trust	43
c) Sonstige Rechte	44
4. Nachbemerkung und Überleitung	46

	Seite
II. Limited Company	
1. Äußerer Aufbau	51
2. Unterschiede zwischen Public und Private Limited Company	53
3. Innere Rechtsverhältnisse	
a) Die Einteilung des Kapitals	54
b) Die Kapitalanlage	55
c) Die Reservenbildung	56
d) Das Direktorium	57
4. Die Rechtsstellung der shareholders	61
5. Die Abgrenzung der shareholders von den debenture-holders und Schlußbemerkung	67
III. Industrial and Provident Society	69
B. Die Rechtsverhältnisse bei US-amerikanischen Investmentfonds	
I. Trusts	
1. Vorbemerkung	71
2. Massachusetts Trust	
a) Aufbau	72
b) Die Rechtsstellung der Anteilhaber	74
3. Contractual Trust	
a) Aufbau	76
b) Die Rechtsstellung der Anteilhaber	77
II. Corporations	78
III. Die US-Gesetzgebung zum Investmentwesen	80

4. Kapitel :

Die Rechtsverhältnisse bei den deutschen Investmentfonds

I. Investmentfonds als Sondervermögen	
1. Begriff	85
2. Errichtung des Sondervermögens	86
3. Zusammensetzung des Sondervermögens	
a) Allgemeines	88
b) Eignung für das Sondervermögen	90
c) Mengenmäßige Beschränkung der Fondswerte	95
II. Die Rechtsträger des Sondervermögens	98
1. Die Treuhandlösung (im engeren Sinne)	99
2. Die Miteigentumslösung	103

III.	Die Rechte der Anteilinhaber am Sondervermögen	
1.	Entstehung der Anteilsrechte	107
2.	Übertragung der Anteilsrechte durch die KAG	113
3.	Übertragung der Anteilsrechte durch Weiterveräußerung	118
IV.	Das Recht auf Auszahlung von Erträgen	120
V.	Das Recht auf den Liquidationsanteil	
1.	Voraussetzungen einer Auflösung	122
2.	Art und Weise der Auflösung	125
VI.	Das Rückgaberecht	130
1.	Vorzüge und Gefahren	131
2.	Die Durchführung der Rücknahme	136
VII.	Die Rechte bezüglich der Verwaltung des Sondervermögens	
1.	Alleinige Verwaltungsbefugnis der KAG und ihre Grenzen	139
2.	Die Anlagetätigkeit	143
3.	Die Stimmrechtsausübung	145
VIII.	Die Überwachung der Fondsverwaltung	
1.	Bedeutung des Aufsichtsrates	148
2.	Die Stellung der Depotbank	151
3.	Bankaufsicht	157
4.	Publizität	160
IX.	Die Gemeinschaft der Anteilinhaber	
1.	Rechtsnatur der Gemeinschaft	161
2.	Keine Einwirkungsmöglichkeit auf die Fondsverwaltung	165
X.	Schlußbemerkung	168

Literaturverzeichnis

- Achterberg, E. Amerikas Kapitalmarkt ; Risiko ohne Reue. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1955, S.414-418
- Ballantine, H.W. On Corporations, Chicago, 1946
- Barocka, E. Investment-Sparen und Investment-Gesellschaften, Stuttgart, 1956
- Baum, G. Schutz und Sicherung des Investmentsparers bei Kapitalanlage-Gesellschaften und Investment-Trusts, Diss., Mainz, 1959
- Baumbach-Duden Kurzkommentar zum Handelsgesetzbuch, 16. Auflage, München und Berlin, 1964
- Baumbach-Hueck Kurzkommentar zum Aktiengesetz, 12. Auflage, München und Berlin, 1965
- Baumbach-Hueck Kurzkommentar zum GmbH-Gesetz, 11. Auflage, München und Berlin, 1964
- Bovensiepen, R. Trust, Trustee. Handwörterbuch der Rechtswissenschaft (1929), Band 6, S. 77 ff.
- Boveri, U. Über die rechtliche Natur der Investment Trusts und die Rechtsstellung des Zertifikatsinhabers, Diss. jur., Zürich, 1945
- Bruppacher, R. Investment Trusts, Diss., Zürich, 1933
- Bullock, H. The Story of Investment Companies, New York, 1959
- v. Caemmerer, E. Kapitalanlage- oder Investment-Gesellschaften, Juristenzeitung, 1958, S.41 ff.
- Cam, G.A. A Survey of the Literature on Investment Companies 1864-1957, New York, 1958
- Coing-Kronstein Die nennwertlose Aktie als Rechtsproblem, Frankfurt, 1962, 2. Auflage
- Consbruch, J. Investmentsparen gesetzlich geschützt. Der Betriebsberater, 1957, S.337-341
- Düringer-Hachenburg Kommentar zum Handelsgesetzbuch, 3. Auflage, Mannheim-Berlin-Leipzig, 1932
- Dürre, G. Investmentsparen und Investmentgesellschaften. Sparkasse, 1956, S.147-149 und 219-223 sowie 1957, S.132-135
- Dürre-Full Erläuterungen zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften. Das Deutsche Bundesrecht, III H 28, S.13-25

- Ebner v. Eschenbach, H. -Chr. Die Rechte des Anteilinhabers nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften. Diss., Erlangen, 1959
- Engler, G. W. Investmentsparer brauchen Sicherheit. Das Wertpapier, 1956, S.260-264
- Enneccerus-Kipp-Wolff Lehrbuch des Bürgerlichen Rechts. Band I, bearbeitet von H. C. Nipperdey, Band II, bearbeitet von H. Lehmann, Band III, bearbeitet von Wolff-Raiser, Band V, bearbeitet von H. Coing, 11.-15. Auflage, Tübingen, 1952-1960
- Erman, W. Handkommenatur zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 3. Auflage, Münster, 1962/64
- Fehlmann, K. Die Aktien im anglo-amerikanischen und kontinentalen Recht, Diss., Bern, 1950
- Frank, V. C. Zur Problematik der Investmenttrusts, Diss., Basel, 1961
- Früstück, E. Investmentgesellschaften. Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Band 2, S.908-913, Frankfurt, 1957
- Geßler, E. Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften. Das Recht der Investmentgesellschaften und ihrer Zertifikatsinhaber. Wertpapier-Mitteilungen, Sonderbeilage Nr.4/1957 zum Teil IV B Nr.20 vom 18.Mai 1957
- Goldschmidt, R. F. Investment Trusts in Deutschland. Wirtschaftsrechtliche Abhandlungen 9. Heft, Mannheim-Berlin-Leipzig, 1932
- Gower, L. C. B. The Principles of Modern Company Law, Second Edition, London, 1957
- Grayson, Th. J. Investment Trusts, their origin, development and operation, New York, 1928
- Hartmann, W. Der Trust im englischen Recht, Diss., Zürich, 1956
- Hoppenstedts Vademecum der Investmentfonds, Darmstadt, 4. Auflage, 1964
- Hueck, A. Recht der Wertpapiere, 9. Auflage, Berlin und Frankfurt, 1963
- James, Ph. S. Introduction to English Law, Third Edition, London, 1955
- Jörgens, M. Finanzielle Trustgesellschaften, Stuttgart, 1902

- Kaufman, St. L. Investment Trusts. Practical and legal manual for the investor. New York, 1956
- Kilgus, E. Kapitalanlagegesellschaften - Investment Trusts. Berlin, 1929
- Knoblich, G. Die Rechtsverhältnisse bei den Investmentgesellschaften, insbesondere die rechtliche Stellung der Inhaber von Anteilscheinen. Diss. Erlangen, 1953
- Kronstein, H. Probleme des modernen amerikanischen "Corporation"-Rechtes. Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht (RabelsZ), 21. Jahrgang 1956, S. 456-511
- Kronstein-Claussen Publizität und Gewinnverteilung im neuen Aktienrecht, Frankfurt, 1960
- Lewin, Th. Practical Treatise on the law of trusts, 13ed, London, 1928
- Liefmann, R. Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, 5. Auflage, Jena, 1931
- Linhardt, H. Die britischen Investment Trusts, Berlin und Wien, 1935
- Loss, L. Securities Regulations, Boston, 1951 und 1955 Supplement
- Loss-Cowett Blue Sky Law, Boston-Toronto, 1958
- Maitland in Grünhuts Zeitschrift für das Privat- und öffentliche Recht der Gegenwart, 1905, Band 32, S. 1 ff.
- Mestmäcker, E. J. Verwaltung, Konzerngewalt und Recht der Aktionäre, Karlsruhe, 1958
- Meyer-Bremer Kommentar zum Börsengesetz, 4. Auflage, Berlin, 1957
- Meyer-Cording, Investmentgesellschaften. Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht, Band 115, 1952, S. 65-90
- Nachod, W. Treuhänder und Treuhandgesellschaften, 2. Auflage, Zeitschrift für die gesamte Staatsrechtswissenschaft, 1926, Ergänzungsheft XXVIII
- Neuburger, A. Einleitung zum Kommentar von Siara-Tormann, 1957, S. 5-18
- Obst-Hintner Geld-, Bank- und Börsenwesen, 34. Auflage, Stuttgart, 1955
- Palandt, O. Kurzkommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, bearbeitet von Danckelmann, Gramm, Hoche, Keidel, Lauterbach, 24. Auflage, München und Berlin, 1965

- Plenge, J. Gründung und Geschichte des Crédit mobilier. Zwei Kapitel aus : Anlagebanken, eine Einleitung in die Theorie des Anlagebankgeschäfts, 1903
- Preyer, H.D. Die Neuordnung des englischen Aktienrechts. Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht (RabelsZ), 16. Jahrgang, 1951, S. 181-202
- Raiser, L. Das Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen, Hamburg, 1935
- Rasch, H. Richtige und falsche Wege der Aktienrechtsreform, Karlsruhe, 1960
- Reichsgerichtsräte Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 11. Auflage, Berlin, 1959/63
- Richardson, D. The investment companies in 1955 : their relationship to the nation's securities markets, New York, 1955
- Robinson, L.R. Investment Trust Organization and Management, 1. Auflage 1926, revidierte Auflage 1929, New York
- Roth, H.M. Der Trust in seinem Entwicklungsgang vom Feoffee to Uses zur amerikanischen Trust Company, Marburg, 1928, Arbeiten zum Handels-, Gewerbe- und Landwirtschaftsrecht Nr. 48
- Schadt, D. Entwicklung, Funktionsweise und volkswirtschaftliche Bedeutung des Investmentsparens, Diss., Basel, 1960
- Schäcker, H. -E. Entwicklung und System des Investmentsparens (Mainzer Diss.), Frankfurt, 1961
- Schlegelberger-Quassowski Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Auflage, Berlin, 1939
- Schmey, F.E. Aktie und Aktionär im Recht der Vereinigten Staaten mit besonderer Berücksichtigung der Trustbildung. Arbeiten zum Handels-, Gewerbe- und Landwirtschaftsrecht Nr. 54, Marburg, 1930
- Schmitthoff, M. Kapitalverwaltungsgesellschaft. Rechtsvergleichen-des Handwörterbuch, Band 4, S. 597-613, Berlin, 1933
- Schrempf, C. Sparen und Verdienen durch Investment, München, 1956
- Schrempf, C. Ratgeber für Investmentsparer, München, 1960
- Schuler Die Kapitalanlagegesellschaften, ihre Sondervermögen und Anteilscheine. Neue Juristische Wochenschrift, 1957, S. 1049 - 1053

Schultze, A.	Treuhänder im geltenden bürgerlichen Recht, IheringsJ Band 43, S. 1 ff.
Scott, A. W.	The Law of Trusts, 5 Volumes, Second Edition, Boston-Toronto, 1956
Scott, A. W.	Abridgement of the Law of Trusts, Boston-Toronto, 1960
Siara-Tormann	Kommentar zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, Frankfurt, 1957
Siebel, U. R.	Betrachtungen zur ultra vires Lehre Englands. Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht, Band 113, 1950, S. 119-134
Siebert, W.	Das rechtsgeschäftliche Treuhandverhältnis. Arbeiten zum Handels-, Gewerbe- und Landwirtschaftsrecht Nr. 68, Marburg, 1933
Staudinger, J.	Großkommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 11. Auflage, Berlin, 1954-1964
Tormann, W.	Die Investmentgesellschaften, Frankfurt, 1964
Trumpler, H.	Die Aktiengesellschaft nach dem Gesellschafts-, Bilanz- und Steuerrecht der USA, Basel, 1942
Walter, H.	Machtzusammenballung und Vermögensbildung durch Investmentgesellschaften, Neuwied, 1963
Wiesenberger, A.	Investment Companies, Annual seit 1940, New York

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
aaO	am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
a. F.	alte Fassung
Anm.	Anmerkung
AktG	Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien
art.	article
BankArch	Bank-Archiv
BB	Der Betriebsberater
Bd.	Band
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BT	Bundestag
bzw.	beziehungsweise
d. h.	das heißt
Diss.	Dissertation
Einf.	Einführung
Erl.	Erläuterung
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	folgende
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
ICA	Investment Company Act
JZ	Juristenzeitung
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
Law Reports	Entscheidung der Chancery Division, veröffentlicht
Vol. Ch.D.	in The Law Reports, zitiert nach Volume und Seite
lt.	laut
ltd.	limited
Mill.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer

RFHE	Entscheidung des Reichsfinanzhofs, zitiert nach Band und Seite der amtlichen Sammlung
RGBL.	Reichsgesetzblatt
RGRK	Reichsgerichtsräte-Kommentar zum BGB
RGZ	Entscheidung des Reichsgerichts in Zivilsachen, zitiert nach Band und Seite der amtlichen Sammlung
RStBl.	Reichssteuerverordnungsblatt
s.	siehe
S.	Seite
sec.	section
sog.	sogenannt
ss.	sections
u.	und
u. a.	unter anderem
U. S. C.	United States Code, 1952 Edition, zitiert nach Title und Sections
vgl.	vergleiche
z. B.	zum Beispiel
Ziff.	Ziffer
ZKW	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen

Die englischen Gesetze werden mit dem Kurztitel und dem Jahr ihres Erlasses zitiert (in Klammern abgekürzt die durch das Regierungsjahr des jeweiligen Regenten gekennzeichnete parlamentarische Sitzungsperiode sowie die Nummer, unter der das Gesetz in die Gesetzesrolle aufgenommen wurde).

Der Gedanke, Investmentfonds einzurichten und jedermann daran zu beteiligen, ist nicht neu. Über damit verbundene Fragen ist bereits einiges geschrieben worden, vor allem in betriebs- und volkswirtschaftlichen Abhandlungen, in denen die Möglichkeiten und die Entwicklung des Investmentsparens erörtert worden sind. Seit den 50er Jahren hat diese Form der Kapitalanlage auch in Deutschland zunehmende Beachtung gefunden, zunächst in der Fachwelt, dann aber auch in der breiten Öffentlichkeit. Millionen von Sparern haben inzwischen Anteile an Investmentfonds erworben.

Das Wesen des Investmentsparens, d. h. der Beteiligung an Investmentfonds, läßt sich folgendermaßen bestimmen :

Die Kapitalbeiträge einer größeren Zahl von Sparern werden von privaten Unternehmen in Wertpapieren angelegt. Der Effektenbestand wird in möglichst weitgehender Streuung, z. B. nach Wertpapierarten, Branchen und Standorten der emittierenden Unternehmen, zusammengestellt, um dadurch einen Ausgleich des Kursrisikos und der Ertragschancen zu schaffen. Jeder Kapitalgeber - der meistens nicht in der Lage ist, sich ein eigenes gemischtes Wertpapierportefeuille zuzulegen - wird im Verhältnis seiner Einlage an dem gesamten Fonds beteiligt. Ihm kommt gleichzeitig die Sachkunde der Leitung des Investmentunternehmens zugute, das die Anlagewerte auswählt, zusammenstellt und verwaltet.

Anliegen dieser Arbeit ist es, die rechtliche Ausgestaltung der Investmentfonds und der Stellung ihrer Anteilinhaber bis zum neuesten Stand der Entwicklung zu untersuchen, insbesondere im Hinblick auf die wirtschaftlichen Auswirkungen.

Zunächst erscheint es zum Verständnis der heutigen Situation des Investmentwesens notwendig, das Werden und Wachsen der Investmentfonds im Laufe ihrer Geschichte zu behandeln. Dadurch wird einmal ersichtlich, welche Beweggründe zum Investmentsparen führen, zum anderen, wie in verschiedenen Ländern - in England, Schottland, den USA und schließlich in Deutschland - die aus dem Wirtschafts- und Sozialleben entstandenen Wünsche praktisch verwirklicht und warum und wie die vorhandenen rechtlichen Möglichkeiten fortentwickelt wurden.

Zwischen den Investment-Einrichtungen, wie sie sich sowohl in den angelsächsischen Ländern als auch in Deutschland finden, bestehen enge rechtliche Zusammenhänge. Gerade die rechtliche Ausgestaltung und Behandlung

der britischen und US-amerikanischen Investmentfonds haben die Entwicklung der deutschen Investment-Einrichtungen entscheidend beeinflusst und sie zu einer neuartigen juristischen Konstruktion geführt.

Eine Betrachtung der angelsächsischen Investmentfonds als Vorgänger der deutschen Unternehmen wird daher insoweit in die Arbeit einbezogen, als dies zum besseren Verständnis der Rechtsverhältnisse bei den heutigen deutschen Investmentfonds notwendig ist.

Die Investmentfonds haben in Deutschland im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 16.4.1957 ihre gesetzliche Grundlage erhalten. Sie werden hierin als Sondervermögen bezeichnet. Das Sondervermögen ist zwar mit einer gewissen Selbständigkeit ausgestattet, doch fehlt es ihm an einer eigenen Rechtspersönlichkeit. Der Begriff "Sondervermögen" wird also zunächst zu bestimmen, seine Entstehung und Zusammensetzung zu erläutern sein. Dann haben Ausführungen darüber zu folgen, wie und welche Rechte auf den Anteilinhaber übertragen werden, und zwar nach der heute allein praktizierten "Miteigentumslösung", aber auch nach der "Treuhendlösung". Weiter wird eingehend die Verwaltung und Erhaltung des Sondervermögens zu prüfen sein, wobei besonders zur Sprache kommen wird, wie die Anteilinhaber vor Mißbrauch und Fehlleitung geschützt sind.

Abschließend gehört es zur Aufgabenstellung dieser Arbeit darzulegen, wie die Anteilinhaber rechtlich miteinander verbunden sind und welche Bedeutung es hat, daß sie in ihrer Gesamtheit Träger des Sondervermögens sind.

Die vorangegangenen Untersuchungen sollen ermöglichen, den Gehalt des Anteilsrechtes zu erfassen und die rechtlichen sowie wirtschafts- und sozialpolitischen Schlüsse daraus zu ziehen.

1. Kapitel

Entwicklungsgeschichte der Investmentfonds

I. Vorläufer

Die ersten Gesellschaften, die sich mit Investmentgeschäften befaßt haben, lassen sich auf dem europäischen Kontinent nachweisen.

Dazu gehört zunächst die 1822 in Brüssel gegründete "Société Générale des Pays-Bas", die unter ihrer späteren Firma "Société Générale de Belgique" heute noch besteht. Liefmann (1) bezeichnet sie als erste Kapitalanlagegesellschaft. Die "Société Générale des Pays-Bas" hat jedoch von Anfang an eine Vielzahl von Bank- und Effektengeschäften betrieben, wenn sie sich auch hauptsächlich an Gründungen und Finanzierungen von Industrieunternehmen beteiligte. Die Verbindung von Obligationenausgabe und Industrieförderung bedeutete dabei zunächst nur eine zufällige Häufung verschiedener Geschäfte (2).

In ähnlicher Weise betätigte sich die ehemalige "Banque de Belgique", die 1835 ebenfalls in Brüssel gegründet wurde und 1885 liquidiert werden mußte, sowie die 1849 in Genf gegründete "Omnium Société Civile Genevoise d'emploi des Fonds" (3).

Weiterhin ist die seit 1852 in Brüssel bestehende und viel beachtete "Société Générale de Crédit mobilier" (4) zu erwähnen. Sie war ursprünglich als eine Art Kapitalanlagegesellschaft geplant. Das für Neugründungen benötigte Kapital sollte durch Ausgabe von Obligationen beschafft werden. Die tatsächliche Entwicklung führte jedoch zu einer reinen Emissionstätigkeit, d. h. Unterbringung neuer Effekten auf dem Markt.

Alle bisherigen Gesellschaften leisteten zwar dem sich zu ihrer Zeit ausbreitenden Effektenkapitalismus wichtige Dienste und suchten dem allent-

(1) Liefmann, S. 148 ff.

(2) Liefmann, S. 166

(3) vgl. Liefmann, S. 165 u. 207 ff.; Kilgus, S. 132 ff.; Grayson, S. 11

(4) vgl. Plenge, Johann : Gründung und Geschichte des Crédit mobilier. Zwei Kapitel aus : Anlagebanken, eine Einleitung in die Theorie des Anlagebankgeschäfts, 1903, S. 35; auch Früstück, aaO, S. 909

halben bestehenden Investitionsbedürfnis auf neuen Wegen gerecht zu werden. Dabei war jedoch der Erwerb von Effekten und Beteiligungen nicht Zweck, sondern nur Mittel, um die aufkommenden Industriezweige zu fördern, zu finanzieren und zusammenzufassen. Es ging nicht darum, aus dem Besitz der Effekten selbst möglichste Sicherheit und guten Gewinn zu erzielen und damit den Interessen des anlagesuchenden Publikums zu dienen.

Wenn man auch bei diesen Gesellschaften in ihrer Betätigung auf dem Kapitalmarkt gewisse Züge der Investmenttätigkeit heutiger Prägung zu erkennen vermag, so lag ihr Hauptgewicht doch auf einem anderen Gebiet.

II. Anfänge und Entwicklung in Schottland und England

In den 60er Jahren des vorigen Jahrhunderts kamen schottische Anwälte und Vermögensverwalter auf den Gedanken, zugunsten Anlagesuchender deren Kapitalien zusammenzufassen und durch Erwerb verschiedener, schon gängiger Effekten das Anlagerisiko zu verteilen. Anlaß dazu war das steigende Interesse, Ersparnisse im Ausland anzulegen, da dort höhere Zinserträge als im Mutterland erzielt werden konnten. Während die englischen Staatsrenten nur 3 % einbrachten, wurden die Anleihen ausländischer Staaten und besonders die damals in großem Umfang emittierten Obligationen von Eisenbahnunternehmen mit durchschnittlich 6 % oder noch mehr verzinst (1). Mit einer Anlage im Ausland war freilich ein größeres Risiko verbunden, das der kleine Kapitalbesitzer vielfach nicht allein tragen wollte. Es bot sich daher an, die einzelnen Beträge in einem großen Fonds zu vereinigen und durch zweckmäßige Kombination der Anlagen das Risiko zu verteilen. Gleichzeitig brachte dies den Vorteil, daß die Auswahl und Überwachung der Anlagewerte von sachkundigen Verwaltern vorgenommen werden konnte.

Auf diese Weise wurden in Schottland und bald darauf auch in England die ersten Investment Trusts geschaffen, die ausschließlich bezweckten, vorhandene Anlagemöglichkeiten für die Kapitalbesitzer am besten auszunutzen.

An der heute noch für Kapitalanlagegesellschaften gebräuchlichen Bezeich-

(1) vgl. Liefmann, S. 167; Kilgus, S. 22; Goldschmidt, S. 5/6

nung "Investment Trusts" wird erkennbar, daß die Grundlagen einer organisierten Effektenanlage aus Großbritannien stammen. Es ist auch kein Zufall, daß dort solche Ideen zuerst verwirklicht und fortentwickelt wurden. Die Verwaltung fremden Vermögens durch Treuhänder nahm in Großbritannien schon seit früher Zeit einen wichtigen Platz ein, und zwar zunächst besonders in familien- und erbrechtlichen Einrichtungen (1). Dies wurde durch die altenglische Rechtsform des trust begünstigt. Das trust-Prinzip reicht weit ins Mittelalter zurück und knüpft an germanische Rechtsanschauung an. Während jedoch die altdeutsche Treuhand unter dem Einfluß des römischen Rechts mit seiner abstrakten Begriffsbildung, einem geschlossenen System der Sachenrechte und einer strengen Trennung von obligatorischen und dinglichen Rechten allmählich verschwand, hat das angelsächsische Recht, fast unberührt vom römisch-rechtlichen Einfluß, den altenglischen trust fortbilden können (2).

Wie sich ein trust rechtlich darstellt und wie er insbesondere dem Investmentsparen nutzbar gemacht werden konnte, wird an späterer Stelle ausführlich zu behandeln sein.

Die ersten Investment Trusts waren noch auf einen kleinen Kreis von Kapitaleinlegern beschränkt. Bald wurde aber das breite Publikum aufgefordert, durch öffentliche Zeichnung an solchen Trusts teilzunehmen.

Der Gedanke des Investmentsparens fand schnell steigendes Interesse. Dies beschleunigte die Gründung besonderer Gesellschaften.

Bereits im Londoner Kurszettel des Jahres 1860 wurde die Scottish-American Investment Company mit einem Kapital von 2 Mill. £ aufgeführt, das offenbar in amerikanischen Effekten angelegt war (3).

1863 wurden in London die London Financial Association und die International Financial Society gegründet. Sie übernahmen Effekten verschiedener Eisenbahngesellschaften. Ihrer wirtschaftlichen Struktur nach dürften die bisher genannten Gesellschaften aber kaum als Investmentunternehmen anzusprechen sein (4). Es fehlten ihnen wesentliche Merkmale, u. a. das Prinzip einer weiten Risikoverteilung (5).

(1) vgl. hierüber Nachod, aaO.

(2) vgl. zur Geschichte des trust insbesondere Roth, aaO., ferner Siebert, S. 52 ff.

(3) vgl. Liefmann, S. 168/169; Bruppacher, S. 76; Schmitthoff, S. 598; Mathiensen ZKW 1956 S. 357

(4) wie Robinson, S. 358, und Grayson, S. 434, meinen

(5) so Linhardt, S. 51; Jörgens, S. 16

Diese Voraussetzungen erfüllte erst der Foreign and Colonial Government Trust aus dem Jahre 1868 (1). Der Trust gab zu einem Preis von 85 £ Zertifikate über 100 £ mit einer 6%igen Verzinsung aus. Das Kapital von 1 Mill. £ wurde in 18 ausländischen Anleihen angelegt (2).

Anfang der 70er Jahre folgten weitere Kapitalanlageunternehmen, so der Government Stock Investment Trust 1871, der Submarine Cables Trust 1871, der Railway Debentures Trust 1873 und der Railway Share Trust 1873.

Bis zum Jahre 1890 wurden in Schottland und England etwa 50 bis 60 Kapitalanlageunternehmen gegründet. Am stürmischsten verlief die Aufwärtsentwicklung zwischen 1888 und 1890 (3).

Inzwischen waren die Investmentunternehmen allerdings dazu übergegangen, körperschaftsrechtliche Formen anzunehmen. Über diese Entwicklung wird später Näheres ausgeführt werden.

Bevorzugte Anlagewerte waren zunächst Obligationen von Eisenbahn- und Kabelgesellschaften, später auch deren Aktien. Schließlich wurden alle Arten von Effekten in die Fonds aufgenommen (4).

In den Jahren des Aufschwungs wurden die Geschäfte der Investmentunternehmen bald spekulativ und verwässerten damit den Gedanken des Investmentsparens.

Die Investment Trusts beteiligten sich weitgehend an der Finanzierung neuer Gesellschaften und legten auf diese Weise ihr Vermögen fest. Sie hofften, dadurch besonders große Gewinne erzielen zu können, litten aber auch oft unter dem hohen Risiko, daß die neugegründeten Unternehmen fehlschlügen. Außerdem spezialisierten sie sich vielfach auf Effekten eines bestimmten Wirtschaftszweiges und machten sich damit von dessen Schicksal abhängig. Überdies gerieten die Investmentgesellschaften teilweise unter den Einfluß von Personen, die weniger um Sicherheit und Erfolg der Trusts

-
- (1) Zweck des Trusts war lt. Economist 1868 S. 346/347 (zitiert bei Liefmann, S. 169): "to give the investor of moderate means the same advantages as the large capitalists in diminishing the risk of investing in foreign and colonial Government stocks and reserving a portion of the extra interest as a sinking fund to pay off the original capital".
 - (2) vgl. Jörgens, S. 14 ff.; Linhardt, S. 51
 - (3) vgl. Linhardt, S. 52/53
 - (4) vgl. Jörgens, S. 11; Liefmann, S. 171

bemüht waren, sondern die Trusts hauptsächlich als Abnehmer für schwer verkäufliche Papiere benutzten. Ferner ließen es die Investmentgesellschaften nicht dabei bewenden, ihr Vermögen möglichst günstig und dauerhaft anzulegen. Vielmehr nahmen sie jede Gelegenheit wahr, um Kursgewinne bei den einzelnen Effekten zu realisieren. Auf diese Weise betrieben sie mehr Effektenhandel als Kapitalanlage. Da die Börsenkurse durch den Wettbewerb der Gesellschaften allgemein stark anstiegen und nicht mehr dem wirklichen Wert der Papiere entsprachen, waren solche Spekulationsgeschäfte besonders gefährlich.

Diese Entartungserscheinungen (1) waren dafür verantwortlich, daß die Investment Trusts durch die Börsenkrise Anfang der 90er Jahre schwere Rückschläge erlitten. Die Börsenkrise wurde ausgelöst durch den Zusammenbruch des Londoner Privatbankhauses Baring & Co. und führte zu erheblichen Kursstürzen. Der Wert der Investmentfonds und ihre Erträge verminderten sich vor allem bei denjenigen Gesellschaften stark, die sich vornehmlich an der Finanzierung neuer Unternehmen beteiligt hatten (2). Allerdings kam es nur in wenigen Fällen zum völligen Ruin der Investment Trusts, zumal sie selbst kaum verschuldet waren.

Nachdem die Krise dieser Jahre offengelegt hatte, daß manche der bisher angewendeten Geschäftsmethoden sich zu Lasten der Kapitaleinleger verhängnisvoll auswirken mußten, achteten die Gesellschaften von nun an auf eine solide und den Investmentgrundsätzen entsprechende Kapitalanlage. Sie verzichteten auf wesensfremde Geschäfte und verschafften dem Prinzip der Risikomischung Vorrang.

Allerdings finden sich auch in der Folgezeit Gesellschaften, die sich zwar als Investment Companies ausgeben, in Wirklichkeit aber mehr als Finanzierungs- oder Holdinggesellschaften wirken. Dennoch zeichnet sich eine deutliche Trennung solcher Unternehmen von den reinen Kapitalanlagegesellschaften ab.

Diese echten Investmentgesellschaften konnten das Vertrauen des Publikums zurückgewinnen und nahmen dank verantwortungsbewußter Verwaltung seit den 90er Jahren eine gesunde, wenn auch langsame Aufwärtsentwicklung. Bis 1914 entstanden etwa 34 neue Kapitalanlagegesellschaften (3).

-
- (1) vgl. hierzu Liefmann, S. 172 ff.; Jörgens, S. 26 ff.; Bruppacher, S. 79 ff.; Goldschmidt, S. 6/7
 - (2) z. B. ging der Kurs der American Investment Trust Company auf weniger als 10% seines früheren Wertes zurück, vgl. Liefmann, S. 174
 - (3) vgl. die Aufstellung bei Robinson, S. 188, der eine enge Abgrenzung gegenüber den Finanztrusts und Holdinggesellschaften vornimmt.

Eine neue Blüte der englischen Investmentgesellschaften setzte im Jahre 1924 ein. Bis dahin hatte die Währungsunsicherheit im In- und Ausland die weitere Verbreitung der Kapitalanlagegesellschaften erschwert. Seit 1924 gingen die Gründungen insbesondere von privaten Bankhäusern aus, die auch die Berater stellten. Dabei wurden häufig ausländische Banken und Geschäftsverbindungen einbezogen (1).

Im Jahre 1930 bestanden in Großbritannien über 160 Investment Trusts, deren Fonds für etwa 240 Mill. £ Effekten enthielten (2). Die Zahl der Gesellschaften hat seitdem beständig zugenommen, wenn auch die Depressionsjahre 1930-1932 zunächst erneute Rückschläge brachten (3). Ende September 1964 betätigten sich etwa 418 Investmentunternehmen mit einer Anlage von etwa 3,6 Mrd. £ (4).

III. Entwicklung in den USA (2)

Von Großbritannien aus ist die Bildung von Investmentfonds in den USA maßgebend beeinflusst worden. Hier haben sie auch besonders große Bedeutung erlangt.

Während Effekten der in der Entwicklung begriffenen nordamerikanischen Unternehmen, vor allem der Eisenbahngesellschaften, schon frühzeitig in die Portefeuilles englischer Investment Trusts aufgenommen wurden, vergingen allerdings noch Jahrzehnte, bis in Amerika eigene Kapitalanlagegesellschaften aufkamen.

Als erste griffen Finanzberater den Gedanken des Investmentsparens auf. Ihre Dienste wurden zunehmend in Anspruch genommen, als sich nach dem Einzug des Kapitalismus in den USA größere Privatvermögen bildeten. Die Finanzberater machten ihren Kunden klar, daß ihr Vermögen umso sicherer in Wertpapieren angelegt war, je weniger es von den Konjunkturschwankungen und anderen Risiken einzelner Wirtschaftszweige berührt werden konnte. Dies wurde am besten durch eine Mischung des Wertpapierbesitzes gewährleistet.

(1) s. Linhardt, S. 53

(2) vgl. Goldschmidt, S. 7

(3) hierüber ausführlich Bruppacher, S. 91 ff.

(4) vgl. FAZ v. 14. 1. 1965

(5) Mit der Geschichte der amerikanischen Investmentunternehmen befaßt sich ausführlich Bullock, The Story of Investment Companies, aaO.

Um eine möglichst weitgehende Risikoverteilung zu erreichen, willigten die Kapitalbesitzer vielfach ein, ihr Vermögen mit dem anderer Kunden zusammenfassen zu lassen und in einen Trust einzubringen. Die Finanzberater sorgten fortlaufend für eine zweckgerechte Anlage der Vermögensmassen. Die Wertpapiere selbst ließen sie dabei regelmäßig von einer Bank in Verwahrung nehmen, um insoweit keine Verantwortung tragen zu müssen (1).

Wann der erste Investment Trust dieser Art entstanden ist, läßt sich nicht zuverlässig ermitteln. Der 1889 gegründete New York Stock Trust führte sich als "the first American Investment Trust ever organized" ein (2).

Bekannt wurden ferner der Boston Personal Property Trust (1894) und die Railway and Light Securities Company (1904).

Im übrigen spielten, insgesamt gesehen, die wenigen Investmentfonds bis zum Ende des Ersten Weltkrieges nur eine untergeordnete Rolle. Daß zunächst noch kein wesentliches Interesse dafür bestand, erklärt sich aus der wirtschaftlichen Lage der USA während dieser Zeit. Soweit in der Bevölkerung nennenswerte Kapitalien verfügbar waren, zogen es die Besitzer vor, die durch die industrielle Entwicklung unmittelbar und gewinnträchtiger vorhandenen Anlagemöglichkeiten auszunutzen (3).

Die Lage änderte sich erst, als die USA Anfang der 20er Jahre zu einer Gläubigernation mit großer Kaufkraft auf dem Weltmarkt und Kapitalexporten wurde.

Es traten allerdings zunächst vielfach "Kapitalanlagegesellschaften" auf, die das grundsätzliche Merkmal der Risikoverteilung vernachlässigten oder sich auch in anderen Geschäftsbereichen betätigten. Eine Ausnahme bildete der angesehene International Securities Trust (1921), der sich die bewährten englischen Gesellschaften zum Vorbild nahm (4).

Ab 1924 fand der Gedanke des Investmentsparens eine bis dahin ungekannte Beliebtheit und Verbreitung. Die Gründungen von Investmentgesellschaften nahmen einen hektischen Aufschwung. Diese Entwicklung war jedoch zum großen Teil beeinflußt durch das Spekulationsfieber, das sich des Publikums bemächtigt hatte.

(1) vgl. Schäcker, S. 20; Geßler, S. 12

(2) Näheres bei Robinson, S. 501; Bruppacher, S. 171/2

(3) vgl. Kilgus, S. 60

(4) vgl. Goldschmidt, S. 8; Robinson, S. 505

Im Zuge der allgemeinen Tendenz legten es die Trusts weniger darauf an, den Einlegern eine sichere Kapitalanlage mit angemessener Rendite zu verschaffen. Vielmehr versuchten sie mit allen Mitteln, hohe Kursgewinne zu erwirtschaften.

Dabei wendeten sie in großem Umfang das im amerikanischen Wirtschaftsleben häufig anzutreffende "leverage"-System an. Das bedeutet: sie nahmen gegen Ausgabe festverzinslicher Obligationen oder Vorzugsaktien Darlehen auf, um auch damit Effekten zu kaufen. Bei andauernder Hausse wirkte sich die "Hebelwirkung" zum Vorteil aus, da die Kursgewinne die Schuldzinsen übertrafen. Die Einleger des Stammkapitals mußten jedoch alle Verluste tragen, wenn die Kurse der auf Kredit angeschafften Papiere sanken. Nicht zuletzt aus diesem Grunde traf dann der Börsenkrach im Jahre 1929 die Investmentsparer besonders katastrophal (1).

Bis 1929 war die Zahl der Investmentunternehmen auf etwa 700 angestiegen. Davon waren allein zwischen 1927 und 1929 etwa 600 gegründet worden. Das gesamte Anlagekapital erreichte einen Höchstwert von schätzungsweise 8 Mrd. \$ (2). Die nachfolgenden Krisenjahre ruinierten jedoch fast die Hälfte aller Gesellschaften (3).

Neben den bereits geschilderten Kreditkäufen wirkte sich dabei die Tatsache nachteilig aus, daß viele Investmentgesellschaften untereinander kapitalmäßig verflochten waren (4). Außerdem wurden zahlreiche Mißbräuche und Fehlleitungen - zum Teil dieselben wie in Großbritannien zu Beginn der 90er Jahre (vgl. S. 18/19) - durch das management offenbar.

Obwohl verständlicherweise all diese Erscheinungen das Vertrauen des Publikums in Kapitalanlagegesellschaften zunächst ernsthaft erschütterten, kam die Investmenttätigkeit nicht zum Erliegen. Sie wurde in ruhigere Bahnen gelenkt und gewann allmählich wieder an Ansehen. Maßgebende Fachleute und zuständige Behörden machten sich verdient darum, solide Grundlagen für die Verwirklichung der Investmentidee zu schaffen, wobei sie aus den Lehren der Vergangenheit Nutzen zogen.

Die daraufhin für das Investmentgeschäft ausgearbeiteten Methoden und Bestimmungen sind besonders interessant, weil sie später auch für die deutsche Gesetzgebung richtungweisend wurden.

(1) vgl. Baum, S. 28/29; Trumpler, S. 31; Achterberg in ZKW 1955, S. 414

(2) Cam, S. 5

(3) vgl. Neuburger, S. 6

(4) vgl. Barocka, S. 18

Zunächst wurde die Zulassung von Investment Trust-Werten zum Handel an der New Yorker Börse strengeren Bedingungen unterworfen (1).

In den 20er Jahren hatten die Investmentunternehmen nur die Grundzüge des common law, vertragliche Absprachen sowie allgemeine Gesetze über die Organisation von Gesellschaften zu beachten. Von Bedeutung waren ferner die heute noch in fast allen Einzelstaaten geltenden "blue sky laws", die sich gegen Scheingründungen von corporations richten (2).

1933 brachte der Securities Act (3) eingehende Bestimmungen über Emissionen von Wertpapieren, vor allem im Hinblick auf eine weitreichende Publizität.

Weiterhin griff der Securities Exchange Act von 1934 (4) in das Wertpapierwesen ein. Er regelte den Effektenhandel und ermächtigte die Securities and Exchange Commission zum Erlass weiterer Vorschriften und Anweisungen (5).

Der Public Utility Holding Company Act von 1935 (6), der die Staatsaufsicht auf alle gemeinnützigen Versorgungsunternehmen erstreckte, enthielt vor allem unter section 30 eine für das Investmentwesen wichtige Bestimmung. Er gab der Securities and Exchange Commission auf, die Investmentgesellschaften gründlich auf ihre Struktur und Praktiken zu untersuchen, insbesondere unter kapitalmäßigen und sozialpolitischen Gesichtspunkten.

Diese Ermächtigung führte zu einer der umfassendsten Untersuchungen durch eine amerikanische Bundesbehörde. Sie dauerte vier Jahre und legte schonungslos alle bisherigen Mißstände und Unzulänglichkeiten der Investmentunternehmen offen (7).

(1) vgl. Goldschmidt, S. 9, mit weiteren Nachweisen

(2) Eine erschöpfende Darstellung hierüber gibt das Werk von Loss-Cowett, Blue Sky Law, aaO. Eine Übersicht über diese und die beiden folgenden Gesetze findet man bei Kronstein-Claussen, aaO., S. 41 ff.

(3) 15 U.S.C. §§ 77a - 77aa

(4) 15 U.S.C. §§ 78a et seq.

(5) Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang die 1942 erlassene "Rule X - 10 b - 5", welche Manipulationen und Täuschungen im Wertpapierhandel unterbindet. Sie wendet sich insbesondere gegen den Aktienhandel mit sog. "Insiders"-Eingeweihten; vgl. hierzu Mestmäcker, S. 184/185

(6) 15 U.S.C. §§ 79 et seq.

(7) Umfangreiche Berichte der Securities and Exchange Commission wurden durch das Government Printing Office 1939-1942 veröffentlicht.

Die anhand der Ergebnisse von der Securities and Exchange Commission ausgearbeiteten Empfehlungen wurden dem Congress vorgelegt, der daraufhin am 22. 8. 1940 den Investment Company and Investment Advisers Act erließ (1).

Dieses Gesetz, das 73 sections mit zahlreichen subsections enthält und durch eine Reihe von Durchführungsverordnungen ergänzt worden ist, stellt die umfangreichste Regelung des Investmentsparens überhaupt dar. Es läßt sich besonders die Sicherung und den Schutz der Kapitalgeber angelegen sein und stellt zu diesem Zweck u. a. die Investmentunternehmen unter staatliche Aufsicht, verbietet die Verschachtelung mit anderen Gesellschaften und legt eingehende Richtlinien für die Geschäftsführung und Anlagepolitik fest. Einzelheiten werden an späterer Stelle (S. 30 ff.) dieser Arbeit zur Sprache kommen.

Dieser gesetzgeberischen Arbeit ist es zuzuschreiben, daß der Gedanke des Investmentsparens nach 1940 in den USA wieder große Popularität erlangt hat und die damit befaßten Gesellschaften einen neuen und fortdauernden Aufschwung nehmen konnten.

Von 1950 bis Mitte 1960 stieg das in Investmentunternehmen angelegte Vermögen von etwa 4,7 Mrd. \$ auf 23,5 Mrd. \$ an (2).

Die Anlagepolitik der einzelnen Investmentunternehmen ist bei aller Ähnlichkeit, die sie im Grundsätzlichen aufweisen, doch sehr mannigfaltig. Während manche eine Auswahl von Papieren möglichst vieler Wirtschaftsgruppen anstreben, bevorzugen andere Anleihen oder sie beschränken sich auf bestimmte Branchen, z. B. die Elektro-, Flugzeug-, Chemische Industrie oder Versicherungen. Auch gibt es Investmentgesellschaften, die sich auf einzelne Staaten spezialisieren. Wie anfangs die englischen Investment Trusts vorwiegend durch das Bedürfnis nach günstigen Anlagemöglichkeiten im Ausland entstanden, sind auch einige amerikanische Gesellschaften da-

-
- (1) 15 U.S.C. §§ 80a-1 to 80b-21. Über dieses und die zuvor genannten Gesetze bietet Loss, Securities Regulation, 1951 und 1955 Supplement, reichhaltige Angaben.
 - (2) vgl. Walter, S. 101, auch zum folgenden Absatz. Im September 1964 erreichte das gesamte Anlagevermögen der 169 open end-Unternehmen, die Mitglieder des Investment Company Institute sind und etwa 95 % des Vermögens aller US-Investmentgesellschaften umfassen, eine Höhe von rund 29 Mrd. \$, vgl. FAZ v. 14.1.1965

zu übergegangen, ihre Fonds mit ausländischen Werten zusammenzusetzen.

Daß gerade in den USA das Investmentsparen in neuerer Zeit die größte Verbreitung gefunden hat, ist schließlich auf die soziale und wirtschaftliche Lage der Bevölkerung zurückzuführen. Der zunehmende Wohlstand hat es mehr als je zuvor vielen Bürgern ermöglicht, Beträge zu erübrigen, die sie auf längere Zeit investieren können und wollen.

Andererseits ist es bei den heutigen Steuersätzen nahezu unmöglich, daß sich wie früher enorme Einzelvermögen bilden, die den Kapitalbedarf für die Ausweitung und das Wachstum der Wirtschaft decken könnten. Daher ist der Kapitalmarkt auf die Beteiligung der kleineren, aber in ihrer Zahl sehr finanzkräftigen Sparer angewiesen.

Wenn auch viele Kapitalbesitzer selbst ihr Geld unmittelbar in Effekten anlegen und ihr eigenes Portefeuille halten, so gibt es doch genügend Sparer, welche lieber die Anschaffung, Mischung und Überwachung des Wertpapierbesitzes den erfahrenen und börsenkundigen Investmentunternehmen überlassen.

Die seit 1946 eingetretenen leichteren Börsenrückschläge haben auch gezeigt, daß die Investmentgesellschaften zugunsten ihrer Kunden manche Risiken besser abfangen konnten.

Es ist sogar behauptet worden, daß sich die Beteiligung von Investmentunternehmen auf dem Kapitalmarkt in kritischen Zeiten stabilisierend auswirkt (1). Auf diesen Gesichtspunkt soll später noch eingegangen werden.

IV. Verbreitung in anderen europäischen Ländern

Abgesehen von den Vorläufern (s.S. 15 f.) in Belgien und in der Schweiz gibt es auf dem europäischen Festland erst seit Mitte der 20er Jahre bedeutendere Ansätze zum Investmentsparen.

(1) so z.B. Richardson, aaO., und Bullock, S.160 ff.; demgegenüber Frank in seinen Ausführungen S.43-51

Verhältnismäßig frühzeitig und zahlreich sind in den Niederlanden (1) und in der Schweiz (2) reine Investmentgesellschaften gegründet worden, während in Belgien (3) und Frankreich (4) erst nach dem letzten Weltkrieg bemerkenswerte Gründungen zu verzeichnen sind.

Die unterschiedliche Entwicklung war einmal dadurch begründet, daß die vorhandenen gesellschaftsrechtlichen und steuerrechtlichen Möglichkeiten das Aufkommen von Investment Trusts nach anglo-amerikanischem Vorbild erschwerten, zum anderen war auch ein Bedürfnis nach dieser Art der Kapitalanlage nicht im gleichen Maße gegeben (5).

Auch in Österreich (6), Italien, Dänemark, Luxemburg, Liechtenstein sowie in Schweden, Spanien und Griechenland haben inzwischen Investmentunternehmen Fuß gefaßt.

V. Die Entwicklung in Deutschland

In Deutschland haben sich Investmentfonds erst vor wenigen Jahren erfolgreich durchsetzen können.

Bis 1920 gab es hier praktisch keine Unternehmen, die dem Publikum eine nach den Investmentgrundsätzen organisierte Wertpapieranlage vermitteln konnten.

(1) (2) Ausführlich bei Walter, S. 67-92 u. S. 48-66

(2) außerdem Boveri, aaO.; Kilgus, S. 130 ff.; Achterberg, Schweizer Investment Trusts in ZKW 50, S. 453 ff.; Hr., Zur Frage einer schweizerischen Gesetzgebung über Anlagetrusts, Neue Zürcher Zeitung v. 27. 8. 57 Nr. 235. - Ende September 1964 waren von den 45 schweizerischen Investmentfonds Anteilscheine mit einem Gesamtvermögen über 3,2 Mrd. sfrs im Umlauf, vgl. FAZ v. 14. 1. 1965; ferner Blick durch die Wirtschaft v. 5. 1. 1965 worin allerdings die Immobilienfonds mitberücksichtigt sind.

(3) (4) vgl. hierzu v. Caemmerer, S. 43, mit weiteren Nachweisen.

(5) Über die verschiedenartigen Beweggründe, die in den einzelnen Ländern zur Errichtung von Investmentfonds führten, berichtet Barocka, S. 24.

(6) Hier hat die Investmenttätigkeit durch Gesetz vom 10. 7. 1963 (österreich. BGBl. v. 30. 7. 1963 S. 1817 ff.) eine den deutschen Verhältnissen ähnliche gesetzliche Regelung gefunden.

Zwar traten bereits 1871 die Aktiengesellschaft 'für rheinisch-westfälische Industrie und die Bergisch-Märkische Industriegesellschaft auf, die Liefmann (1) als die ersten deutschen Kapitalanlagegesellschaften bezeichnet. Diese Gesellschaften, die von Banken gegründet und maßgeblich beeinflusst wurden, widmeten sich aber ausnahmslos der Finanzierung neuer Industriebetriebe mit dem Ziel, die übernommenen Beteiligungen zu gegebener Zeit gewinnbringend abzustoßen. Sie legten dabei ebenso wenig Wert auf eine Risikoverteilung hinsichtlich der Anlagen wie auf eine breite Streuung ihrer eigenen Aktien.

In mehr oder weniger ähnlicher Weise wirkten die Deutsche Industriegesellschaft AG (1898), die Bank für Industriebeteiligungen (1901), die Aktiengesellschaft für industrielle Unternehmungen (1906), die Hannoversche Gesellschaft für industrielle Unternehmungen und die Deutsche Industrie- und Handelsgesellschaft mbH (1908).

Eine besondere Stellung in dieser Reihe nahm die Handelsvereinigung AG ein, die als Spitze einer sehr großen Zahl verschiedenartiger Unternehmungen, des sogenannten Fürstenkonzerns, fungierte. Sie war aus der im Jahre 1905 von mehreren hochgestellten Persönlichkeiten gegründeten Madeira AG hervorgegangen. Wenn sie auch vorwiegend als Finanzierungsgesellschaft anzusehen war, so lag doch eine wesentliche Aufgabe darin, das riesenhafte Vermögen der adeligen Kapitalgeber zweckmäßig anzulegen und zu verwalten (2).

Die Gründe, warum man zunächst dem Gedanken wirklichen Investmentsparens keine Beachtung schenkte, sind die gleichen wie in den Vereinigten Staaten bis 1920. Soweit in der Bevölkerung Kapital erübrigt werden konnte, boten sich angesichts des jahrzehntelangen, fast ununterbrochenen wirtschaftlichen Aufschwungs im Inland überreichlich direkte Anlagemöglichkeiten. Es bestand - im Gegensatz zu den englischen Verhältnissen - weder die Notwendigkeit noch das Bedürfnis, Ersparnisse in besonders riskanten oder in ausländischen Papieren anzulegen. Daher ergab sich kein Interesse, über Investmentinstitute eine Risikoverteilung herbeizuführen.

Seit den 20er Jahren wurde jedoch zunehmend auf die volkswirtschaftliche Bedeutung des Investmentsparens hingewiesen (3). Anlaß dazu war nicht et-

(1) aaO., S. 218; vgl. auch Jörgens, S. 150

(2) Über die Tätigkeit dieser und der zuvor genannten Gesellschaften berichtet ausführlich Liefmann, S. 218 ff.

(3) vgl. Goldschmidt, S. 14, mit zahlreichen Nachweisen

wa ein Kapitalüberfluß in Deutschland, sondern im Gegenteil der bestehende Kapitalmangel. Auch in dieser Situation kam es auf eine rationelle Bewirtschaftung des vorhandenen Kapitals an.

Man erblickte in der Investmenttätigkeit nicht nur ein brauchbares Mittel zur Kapitalableitung, sondern auch zur Kapitalzuführung. Von den Vorzügen des Investmentsparens sollte ein Anreiz für weitere Bevölkerungskreise ausgehen, sich an der Aufbringung des von der Wirtschaft benötigten Investitionskapitals zu beteiligen.

Der Verwirklichung dieser Vorstellungen standen allerdings weitgehend rechtliche, insbesondere auch steuerrechtliche Probleme im Wege.

Einen ersten Versuch unternahm der im Jahre 1923 gegründete Zickertsche Kapitalverein, der seit 1928 unter Deutscher Kapitalverein firmierte. Vor allem um der Körperschaftssteuer zu entgehen, war er als bürgerlich-rechtliche Gesellschaft, die sich selbst allerdings als nichtrechtsfähiger Verein ansah (1), ausgestaltet. Diese Rechtsform hatte naturgemäß eine schwerfällige Beteiligungsmöglichkeit zur Folge.

Ende 1928 hatte der Deutsche Kapitalverein 1532 Mitglieder und einen Effektenbestand im Kurswert von annähernd 3 Mill. RM. Er ging 1930 in die Deutscher Investment-Verein eGmbH über. Die genossenschaftliche Organisation brachte zwar einige Vorteile, insbesondere hinsichtlich der Überwachung der Geschäftstätigkeit, mit sich. Im ganzen gesehen, erwies sich aber auch diese Rechtsform als wenig geeignet (2).

Im Jahre 1931 mußte das Unternehmen infolge hoher Verluste liquidiert werden.

Im Jahre 1926 war außerdem die Bayerische Investment AG gegründet worden. Sie versuchte, die Treuhandlösung nach amerikanischem Vorbild mit den Mitteln des deutschen Aktienrechts anzuwenden, was freilich zu komplizierten und unzulänglichen Konstruktionen führte (3). Sie geriet 1931 ebenfalls in Liquidation.

Die Bayerische Investment AG war zunächst eine reine Studiengesellschaft, die eine Steuerersparnis dadurch erreichen wollte, daß sie die Anlageeffek-

(1) vgl. Goldschmidt, S. 13 u. 136

(2) Ausführliche Würdigungen finden sich bei Knoblich, S. 79-81, und Goldschmidt, S. 68-74.

(3) vgl. insbesondere Knoblich, S. 84-155; ferner Goldschmidt, S. 49-61

ten nicht für eigene Rechnung, sondern unmittelbar für die Kapitalgeber erwarb und in deren Miteigentum überführte. Sie gab zu diesem Zweck auf den Inhaber lautende Zertifikate aus, welche die Anteile an dem Wertpapierdepot verbrieften.

Der Reichsfinanzhof nahm daraufhin in mehreren Urteilen (1) zu den aufgetretenen Steuerproblemen Stellung. Er entschied weitgehend zugunsten der Bayerische Investment AG. Unter eingehender Würdigung ihrer zivilrechtlichen Struktur stellte er fest, daß die Ausgabe der Zertifikate weder der Gesellschaft noch der Wertpapiersteuer unterliege, daß auch keine Kapitalertragssteuer entstehe und die für Rechnung der Zertifikatsinhaber erzielten Einnahmen nicht zur Körperschaftssteuer herangezogen werden könnten.

Diese Entscheidungen waren jedoch ganz auf den gegebenen Fall bezogen und brachten daher keine grundsätzliche und allgemeingültige Klarheit über die Besteuerung bei Investmentgesellschaften.

Um dem Investmentsparen auch in Deutschland zum Durchbruch zu verhelfen, hat der Gesetzgeber sich seit 1930 darum bemüht, steuerliche Erleichterungen für Investmentgesellschaften mit aktienrechtlicher Ausprägung zu gewährleisten. Er bezeichnete sie im Einklang mit dem Centralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes und dem Reichsverband der deutschen Industrie als Kapitalverwaltungsgesellschaften.

Die gesetzgeberischen Maßnahmen (2) waren jedoch unzureichend, da sie die Doppelbesteuerung von Anlagevermögen und Erträgen nicht beseitigten (3). Sie konnten auch deshalb keine nennenswerten praktischen Auswir-

-
- (1) Urteile vom 11. 3. und 18. 3. 1930 in RFHE Bd. 26, S. 248, 254; BankArch. 1930, S. 277/279; sowie vom 9. 1. und 2. 5. 1931 in RStBl. 31, 239, 390
 - (2) Am 9. 6. 1930 erging das Gesetz über die Ermächtigung zu steuerlichen Maßnahmen zwecks Erleichterung und Verbilligung der Kreditversorgung der deutschen Wirtschaft (RGBl. I S. 187). Es folgten: die zweite Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen vom 5. 6. 31, 7. Teil, Kap. IV (RGBl. I S. 312) und die Verordnung des Reichsfinanzministers vom 24. 7. 1931 über Steuererleichterungen für Kapitalverwaltungsgesellschaften (RGBl. I S. 411); ferner § 10 Körperschaftssteuergesetz v. 16. 10. 34 (RGBl. I S. 1031), § 61 Reichsbewertungsgesetz vom 16. 10. 34 (RGBl. I S. 1035). - Vgl. hierzu auch Goldschmidt, S. 14 ff. u. 128 ff.; ferner Schmitthoff, S. 607/608
 - (3) vgl. Meyer-Cording, aaO., S. 72, und in BB 1951 S. 817; sowie Barocka, S. 72

kungen zeitigen, weil sich das gegebene Aktienrecht - vor allem wegen der Notwendigkeit eines festen Grundkapitals - schlechthin zur Durchführung des Investmentprinzips als zu schwerfällig erwies. Hinzu kam, daß unter der nationalsozialistischen Herrschaft das Aktiensparen zunehmend diskriminiert wurde.

Erst nach der Währungsreform des Jahres 1948 wurde wieder ernsthaftes Interesse am Investmentsparen wach. Der enorme Investitionsbedarf der deutschen Wirtschaft erforderte es, möglichst viele Quellen für den Kapitalmarkt zu erschließen. Daneben gewann die sozialpolitische Vorstellung einer breiten Eigentumsbildung und einer ausgedehnten Streuung von privatem Miteigentum an den Produktionsmitteln mehr und mehr an Bedeutung.

Im Rahmen dieser Überlegungen setzte man die Erwartung, daß auch Arbeitnehmer und kleine Gewerbetreibende in weitem Umfang zum Erwerb von Beteiligungen angeregt würden, wenn selbst bei Einsatz geringer Beträge die erforderliche Risikoverteilung, sachkundige Verwaltung und der Zugang zu den Werten geeigneter Unternehmen ermöglicht wurde.

Als erstes Investmentunternehmen nach der Währungsreform trat 1949 die Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft mbH, München, in Erscheinung (1).

Die Geschäftserfolge der Gesellschaft entwickelten sich günstig, nicht zuletzt dank der anhaltenden Börsenkonjunktur.

Immerhin dauerte es noch sieben Jahre, bis sich andere Banken entschlossen, neue Investmentgesellschaften ins Leben zu rufen. Im Jahre 1956 wurden kurz hintereinander die Union-Investmentgesellschaft mbH in Frankfurt/M., die Deutscher Investment-Trust Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH in Frankfurt/M., die Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH in Frankfurt/M. und die Deutsche Kapitalanlagegesellschaft mbH in Düsseldorf gegründet. Diese vier Gesellschaften legten zunächst fünf verschiedene Investmentfonds auf, die überwiegend inländische und teilweise auch ausländische Aktien und Standardwerte aufnahmen.

-
- (1) Sie wurde unter Führung der Bayerischen Staatsbank gegründet und hatte zunächst einen Fonds für Renten und Aktien (Fondra), dann einen Fonds für deutsche Aktien (Fondak) sowie einen weiteren Fonds für industrielle Spitzenwerte (Fondis) geschaffen. - Näheres bei Knoblich, S. 157 ff.; Oppermann, S. 189 ff.; Barocka, S. 22/23; Schrempf, S. 20/22; Dürrhammer Betrieb 1953, S. 537/38.

Sämtliche als GmbH konstituierten Unternehmen lehnten sich an anglo-amerikanische Vorbilder an, wie dies ähnlich auch bereits in der Schweiz, in den Niederlanden und in Belgien geschehen war. Sie erwarben aus den ihnen anvertrauten Kapitalbeträgen Wertpapiere, die sie in einen vom Eigenvermögen der Gesellschaft streng geschiedenen Fonds legten.

Die "echte" Treuhandlösung (1), bei welcher die Investmentgesellschaft als treuhänderischer Eigentümer den Fonds als Treugut und lediglich für Rechnung der Anteilinhaber verwaltet, wurde allerdings nicht verwirklicht, da die Treuhand im deutschen Recht zu unvollkommen ausgebildet worden ist. Insbesondere mußte der Schutz des Treugebers vor Zugriffen von Treuhändergläubigern als zu ungenügend erscheinen.

Zwar ist es gewohnheitsrechtlich und von der ständigen Rechtsprechung des Reichsgerichts anerkannt, daß Treugut nicht in die Konkursmasse des Treuhänders fällt (§ 43 KO) und einer Einzelvollstreckung seiner Gläubiger widersprochen werden kann (§ 771 ZPO). Das gilt jedoch nur, wenn der Treugeber aus seinem Vermögen das Treugut dem Treuhänder unmittelbar übergeben hat, nicht hingegen, wenn der Treuhänder es von dritter Seite für Rechnung des Begünstigten erhalten hat, wie es bei dem Erwerb von Wertpapieren durch eine Investmentgesellschaft geschieht (2).

Wegen dieser tiefgreifenden Nachteile wählten alle damals entstandenen Gesellschaften, anknüpfend an die Erfahrungen der Bayerische Investment AG (s. S. 28-29), die "Miteigentumslösung nach Bruchteilen", bei welcher für die Anteilinhaber Miteigentum am gemischten Effektd Depot begründet wurde (3).

Seit 1956 nahm das Investmentsparen in Deutschland einen lebhaften Aufschwung. Bereits Mitte März 1957, kurz vor Inkrafttreten des neuen Kapitalanlagegesetzes, hatten die fünf bestehenden Investmentgesellschaften für ihre insgesamt acht verschiedenen Fonds 1.667.000 Anteilscheine ausgegeben, die einen Gesamtwert von über 150 Mill. DM darstellten (4).

Inzwischen hatte sich der Gesetzgeber veranlaßt gesehen, zur Förderung des Investmentgedankens eine entsprechende gesetzliche Regelung zu schaffen.

(1) s. unten S. 99 ff. dieser Arbeit

(2) vgl. hierzu Schäcker, S. 31

(3) Dieser Weg war auch in der Schweiz beschritten worden, wo das Institut der Treuhand die gleichen rechtlichen Schwierigkeiten bereitete.

(4) nach Neuburger, aaO., S. 8

Schon im April 1953 wurde im Bundestag ein Gesetzesentwurf eingebracht (1). Er umfaßte nur 9 Paragraphen und sollte einen grundsätzlichen Schutz vor Mißbräuchen und eine angemessene steuerliche Behandlung der Investmentfonds herbeiführen. Im übrigen sollte es der Rechtsprechung und der Vertragspraxis überlassen bleiben, die gemeinschaftliche Kapitalinvestition in Wertpapieren weiterzuentwickeln.

Der Gesetzesentwurf konnte allerdings in der laufenden Legislaturperiode nicht mehr verabschiedet werden. Er wurde mit nur geringfügigen Änderungen im Juli 1955 erneut im Bundestag eingebracht (2).

Es folgten eingehende Beratungen in den Ausschüssen für Geld und Kredit, für Finanz- und Steuerfragen sowie für Wirtschaftspolitik, wobei auch mit den beteiligten Wirtschaftskreisen Fühlung aufgenommen wurde. Im Verlauf der Arbeiten entschloß man sich nunmehr für eine ausführlichere, möglichst erschöpfende Regelung.

Insbesondere wurden die Erkenntnisse verwertet, welche Bundestagsabgeordnete, Sachbearbeiter des Wirtschaftsministeriums und Wirtschaftsexperten auf zwei Studienreisen in die USA über die dortige Investmenttätigkeit gewonnen hatten.

Nach Einschaltung des vom Bundesrat angerufenen Vermittlungsausschusses (3) konnte das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 16. April 1957 (BGBl. I S. 378) - KAGG - verkündet werden.

Das Gesetz enthält 29 Paragraphen. Im Vordergrund stehen Sicherungs- und Schutzbestimmungen zugunsten der Investorsparer.

Dem Gesetz ist zum Vorwurf gemacht worden, seine Beschränkungen der freien Unternehmerinitiative seien ein nicht notwendiger staatlicher Eingriff; manche halten es überhaupt für überflüssig (4).

Immerhin hat die Entwicklungsgeschichte des Investorsparens in Deutschland gezeigt, daß die früheren rechtlichen Grundlagen noch keine befriedi-

-
- (1) Initiativgesetzantrag des Abgeordneten Neuburger und der Fraktion der CDU/CSU, BT-Drucksache 1. Wahlperiode Nr. 4199 vom 15. 4. 1953
 - (2) Initiativgesetzantrag der Abgeordneten Neuburger u. a., BT-Drucksache 2. Wahlperiode Nr. 1585 vom 9. 7. 1955
 - (3) vgl. dazu BT-Drucksache 2. Wahlperiode Nr. 3235 sowie Nr. 3282 nebst Sten. Berichte S. 11373 C - 11375 A
 - (4) vgl. z. B. Tormann in Wertpapier 1957, S. 142, 146

gende Verwirklichung des Investmentgedankens bieten konnten.

Zwar kommt England als Ursprungsland der Investment Trusts mit nur geringfügigen Gesetzesbestimmungen aus. Doch liegen die Verhältnisse gerade wegen des im dortigen Rechtskreis gefestigten trust-Instituts ungleich günstiger.

Allerdings besitzt auch die Schweiz, deren Rechtslage der deutschen sehr ähnlich ist, keine Investmentgesetze; doch sind auch dort Stimmen laut geworden, welche die Einführung von Schutzvorschriften für die Sparer befürworten (1).

Andererseits haben die USA eine sehr viel weitergehende gesetzliche Regelung als Deutschland vorgenommen.

Mit dem Inkrafttreten des KAGG hatte sich der Gedanke des Investment-sparens in Deutschland endgültig durchgesetzt. In zunehmendem Maße haben sich Kapitalbesitzer dieser Sparform zugewendet. Sowohl die Zahl als auch der Wert der Investmentfonds haben sich seitdem vervielfacht. Die Kapitalanlagegesellschaften haben allerdings als kapitalkräftige Käufer nicht unwesentlich die Börsenkurse beeinflußt (2).

Ende 1964 arbeiteten in der Bundesrepublik 10 deutsche Investmentgesellschaften mit insgesamt 24 verschiedenen Fonds (3). Außerdem fanden Zertifikate einer großen Anzahl ausländischer Wertpapierfonds hier Absatz (4).

Das Gesamtvermögen der deutschen Investmentfonds, von denen zusammen über 75 Millionen Anteilscheine im Umlauf waren, betrug Ende 1964 rund 3,3 Mrd. DM (3).

-
- (1) so Hr. Zur Frage einer schweizerischen Gesetzgebung über Anlage-trusts, Neue Zürcher Zeitung Nr. 235 vom 27. 8. 1957; auch w. m. (Basel) in Börsen-Zeitung v. 16. 5. 1963
 - (2) vgl. "Fonds verändern das Börsenklima" in Die Zeit v. 10. 8. 1962, sowie Schadt, S. 59/60. - Wie sich die Börsenrückschläge der vergangenen Jahre bei den Investmentfonds ausgewirkt haben, wird auf S. 135 dieser Arbeit erörtert.
 - (3) vgl. FAZ v. 14. 1. 1965; auch Börsenzeitung v. 17. 12. 1964.
 - (4) Ausführliche Angaben finden sich in Hoppenstedts Vademecum der Investmentfonds, das eine Zusammenstellung deutscher und ausländischer Investmentgesellschaften und der von ihnen errichteten Fonds enthält, mit näheren Einzelheiten u. a. über Anlagebereich, Höhe und Zusammensetzung des Fondsvermögens, Ausschüttungen, Ausgabekosten, Rücknahmekosten und Depotbank; vgl. auch Schrempf, Ratgeber für Investment-Sparer mit Übersicht über Investment- und Immobilienfonds.

2. Kapitel

Organisationsformen der Investmentfonds

I. Vorbemerkung

Bevor auf die rechtliche Ausgestaltung von Investmentfonds eingegangen werden soll, erscheint es notwendig, im wesentlichen die verschiedenen Verwaltungsformen darzustellen, welche die Entwicklung hervorgebracht hat.

Die einzelnen Arten spielen wegen ihrer wirtschaftlichen Handhabung in der Praxis eine große Rolle und sind auch für die Rechtsstellung der Anteilhaber von Bedeutung. Für die Juristen kam es auch darauf an, wie die je nach den Zeitverhältnissen bevorzugten Organisationsformen auf der Grundlage des gegebenen Rechts verwirklicht werden konnten.

Die in den angelsächsischen Ländern entwickelten Begriffe sind international gebräuchlich geworden.

II. "fixed type" und "flexible oder management type"

1. "Fixed" ist ein Investmentfonds dann, wenn von vornherein bei der Gründung die Art und Gattung der anzuschaffenden Anlagewerte festgelegt sind. Die Zusammensetzung des Wertpapierportefeuille wird auf Grund einer Anlageliste vorgenommen. Die Fondswerte dürfen später nicht mehr ausgetauscht werden. Der Fonds bleibt also bis zu seiner Auflösung starr bestehen.

Diese Verwaltungsform wird einem Grundprinzip des Investmentgedankens, nämlich eine weitgehende Risikoverteilung zu erreichen, durchaus gerecht. Gleichfalls haben die Kapitaleinleger zunächst auch hier den Vorteil, den sie gewöhnlich von einem Investmentunternehmen erwarten, daß die Wertpapiere sorgfältig ausgewählt werden.

Wenn aber der Fonds erst einmal zusammengesetzt ist, haben die Leiter nur noch technische Aufgaben zu erfüllen, für die Einziehung und Verteilung der Erträge zu sorgen usw. Eine andere Anlage des Fondsvermögens, die sie möglicherweise je nach Marktentwicklung als wünschenswert erkennen, ist ihnen verwehrt.

Der "fixed type" war besonders nach der amerikanischen Wirtschaftskrise der Jahre 1929/1930 vorherrschend geworden. Man hatte schlechte Erfahrungen gemacht, wenn die Verwalter der Investmentfonds die eingebrachten Gelder jederzeit freizügig anlegen konnten. Bei einem "fixed type"-Fonds ist jegliches Spekulieren und sonstiger Mißbrauch in der Anlagepolitik ausgeschaltet. Außerdem weiß der Kapitalgeber von vornherein, an welchen Werten er beteiligt wird (1).

2. Dennoch hat sich heute wieder der "flexible oder management type" durchgesetzt, zumal nachdem die Gesetzgeber inzwischen für diese Form besondere Sicherungen zum Schutze der Anteilinhaber aufgestellt haben (2).

Hierbei kann die Geschäftsführung die Wertpapierbestände auswechseln. Sie kann unter ständiger Beobachtung der Marktlage, der Konjunktur und der Entwicklung der Unternehmen, die für eine Anlage in Betracht kommen, jederzeit eine bessere Risikoverteilung und Rentabilität des Fonds herbeiführen. Ob dieses Ziel im Interesse der Anteilinhaber erreicht wird, hängt naturgemäß von der Tüchtigkeit und Lauterkeit der Geschäftsführer des einzelnen Investmentunternehmens ab.

3. Neben diesen beiden Haupttypen werden häufig auch noch Zwischenformen verwendet. Man bezeichnet sie als "semi-flexible" oder auch "semi-fixed Fonds" (3). Nach dem Inhalt der jeweiligen Vertragsbedingungen besteht für die Leitung unter Umständen die Möglichkeit, einzelne Stücke aus dem Fonds zu verkaufen und den Erlös in anderen - tunlichst in der Anlageliste genannten - Effekten neu anzulegen. Auf diese Weise wird also versucht, die Vorzüge des "fixed type" mit denen des "flexible type" zu verbinden.

III. "closed-end fund" und "open-end oder mutual fund"

1. Charakteristisch für einen "closed-end fund" ist, daß nur eine von vornherein fest begrenzte Anzahl von Anteilen ausgegeben wird. Wenn die vorgesehene Kapitalmenge erreicht ist, wird der Fonds "geschlossen". Die Ausgabe weiterer Anteile ist nicht möglich.

(1) vgl. Gower, S. 216

(2) vgl. Barocka, S. 78

(3) so Baum, S. 26

Andererseits können die Investmentunternehmen auch nicht durch Rückkauf von Anteilen das Fondsvermögen verringern. Ein "right of redemption" der Zertifikatsinhaber besteht infolgedessen nicht. Dafür werden die Anteilscheine häufig an der Börse gehandelt. Ihr Preis richtet sich dann nach Angebot und Nachfrage, kann also sowohl über als auch unter dem tatsächlichen Anteilswert liegen (1).

2. Im Gegensatz dazu ist bei einem "open-end" oder "mutual fund" die Anzahl der umlaufenden Anteilscheine nach oben und unten nicht begrenzt. Die Gesamtkapitalausstattung bleibt also offen.

Hier können bei entsprechender Nachfrage laufend neue Zertifikate ausgegeben werden. Die Anteile werden zu einem Preis verkauft, der sich nach dem jeweiligen Gesamtwert des Fondsvermögens, geteilt durch die Anzahl der umlaufenden Anteilscheine, errechnet.

Weiter ist ein Merkmal (2) des "open-end"-Prinzips, daß ein Teilhaber jederzeit ausscheiden kann. Er hat das Recht, gegen Rückgabe des Zertifikats von dem Investmentunternehmen zu verlangen, daß ihm der Wert des Anteils - abzüglich eines satzungsmäßig festgelegten Abschlags - ausbezahlt wird.

Durch die der Marktlage angepaßte laufende Ausgabe weiterer Zertifikate und die Bereitschaft des Unternehmens, sie jederzeit zum Inventarwert zurückzunehmen, werden selbständige Kursbewegungen der Anteile weitgehend unterbunden (3).

Wegen dieser Vorzüge ist der "open-end fund" gegenüber dem "closed-end fund" heute überall beliebter und weiter verbreitet (4) (5) (6).

-
- (1) vgl. hierzu Wiesenberger, S. 17 (1957 Edition)
 - (2) das Trumpler, S. 38, als das wesentliche Merkmal ansieht, vgl. auch Barocka, S. 75
 - (3) vgl. v. Caemmerer JZ 1958 S. 43
 - (4) So schreibt Wiesenberger, aaO., daß Ende 1956 die Bestände aller "closed-end" Fonds in den USA nur 1/7 der Bestände aller "mutual" Fonds ausmachten.
 - (5) Boveri, S. 4, geht davon aus, daß ein Investmentfonds wahlweise zunächst "open" und später nach Gutdünken der Leitung "closed" und unter Umständen sogar "reopened" werden kann. Dies entspricht, zumindest heute, nicht der Praxis. Vielmehr ist die jeweilige Verwaltungsform regelmäßig bereits bei der Gründung ein für allemal festgelegt.
 - (6) Die Darstellung von Baum, S. 26, erweckt den Eindruck, als ob sich die Begriffe "fixed" und "closed-end" einerseits sowie "flexible" und "open-end" andererseits decken. Diese Einteilung berücksichtigt jedoch nicht, daß mit "closed-end" und "open-end" noch nichts über die Variierbarkeit des Fondsvermögens ausgesagt ist, vgl. auch Barocka, S. 78. - Zwar

3. Kapitel

Übersicht über die angelsächsischen Investmentfonds als Vorgänger der deutschen Einrichtungen

A. Die Rechtsformen der britischen Investmentfonds

I. Common Law Trust

1. Allgemeines

Wie bereits in den Ausführungen über die Entwicklungsgeschichte (S. 17) hervorgehoben worden ist, wurden Investmentfonds erstmals mit Hilfe des englischen trust-Instituts gebildet.

Das Wesen eines trust ist durch folgende Merkmale geprägt (1): eine oder mehrere natürliche Personen (trustees) verwalten Vermögen (trust property) zugunsten der Treugeber (beneficiaries oder cestuis que trustent). Dieses meist auf persönlichem Vertrauen beruhende Rechtsverhältnis wird regelmäßig durch eine private Urkunde (trust deed) vereinbart, in der auch mehr oder weniger genau bestimmt ist, wie die Treuhänder das Treugut zu verwalten haben.

Das Treugut steht nach common law im Eigentum des Treuhänders, bei mehreren Treuhändern in deren Gesamthandseigentum (joint ownership). Nach equity law sind die trustees verpflichtet, von dem überlassenen Vermögen nur im Interesse des Treugebers Gebrauch zu machen. Dieses "equitable right" ist nicht bloß obligatorisch und gegen den trustee wirksam; vielmehr hat es einen für unsere Begriffe stark dinglichen Charakter.

ist ein "fixed type" Fonds normalerweise auch "closed-end"; ein "closed-end" Fonds kann jedoch der Geschäftsleitung auch die Möglichkeit geben, die angelegten Wertpapiere auszutauschen, also nach dem "management"-Prinzip zu arbeiten. Umgekehrt wird ein "open-end" Fonds hinsichtlich der Anlagewerte zwar meistens "flexible" verwaltet, er kann aber auch in seiner Anlage "fixed" sein.

(1) Bezüglich der verschiedenen Versuche, eine Definition des trust zu geben, vgl. Siebert, S. 59 ff., mit weiteren Nachweisen

2. Ausgestaltung der Investment Trusts

Obwohl es sich beim trust ursprünglich lediglich um Vermögensverwaltungen handelte, ließ er sich späterhin auch ohne rechtliche Schwierigkeiten zur Anlage von Investmentfonds verwenden. Zu diesem Zweck genügte es, die Trustabkommen entsprechend den besonderen Aufgaben und Zielsetzungen auszugestalten. Ferner war es naheliegend, die Verwaltung von Investment Trusts besonders börsenkundigen und erfahrenen trustees anzuvertrauen.

Als die Zahl der Investment Trusts und damit die Zahl der Treugeber, die durch öffentliche Prospekte zur Beteiligung eingeladen wurden, sich vergrößerte, ging man dazu über, nicht mehr jeden einzelnen Kapitalgeber mit dem trustee kontrahieren zu lassen. Vielmehr schloß für alle Einleger ein Vertreter - *convenantee for and on behalf of all the holders for the time being of certificates* - das Trustabkommen ab (1).

Mit den Einlagen der Treugeber erwerben die trustees eine entsprechende Anzahl von Wertpapieren. Welche Effekten für den Erwerb in Frage kommen, wird regelmäßig in den trust deeds näher geregelt. Zunächst ist festgelegt, in welcher Art von Papieren das vorhandene Kapital angelegt werden soll. Dann ist aber auch ein bestimmter Höchstbetrag (meistens ein Bruchteil des Gesamtvermögens : etwa 1/20 bis 1/10 vorgeschrieben, bis zu dem Papiere der gleichen Gattung angeschafft werden dürfen (2).

Daneben ist der Trustee Act (3) von Bedeutung. Er enthält in sec. 1 eine Aufstellung der Wertpapierarten, die zur Wertpapieranlage durch trustees geeignet erscheinen. In 18 subsections werden verschiedene Anlagemöglichkeiten in Staats-, Gemeinde- und Industripapieren des britischen Mutterlandes und des Commonwealth aufgeführt. Obwohl diese Liste auch von Investmentunternehmen mit anderen Rechtsformen beachtet wird, ist sie für diese nicht verbindlich.

-
- (1) vgl. Law Reports Vol. 11 Ch. D S. 175 und 15 Ch. D S. 249, 270 in den Entscheidungen *Sykes v. Beadon* und *Smith v. Anderson*, auf die an späterer Stelle dieser Arbeit (S. 46/48) noch näher eingegangen wird.
 - (2) hierüber Jörgens, S. 14; Roth, S. 181. Staatsanleihen werden von diesen Beschränkungen jedoch ausgenommen, vgl. Bruppacher, S. 132/133
 - (3) Der Trustee Act ist seit 1886 gesetzliche Grundlage für die Rechte und Pflichten eines trustee. Er wurde seitdem mehrfach ergänzt und geändert. Die letzte Fassung ist der Trustee Act von 1925 (15 & 16 Geo. 5 Ch. 19).

Weiterhin haben verschiedene Berufsverbände, wie "The Association of Investment Trusts", "The Association of Unit Trust Managers" und der "Unit Trust Control Council", Richtlinien für das Anlage-Management mit ihren Mitgliedern abgesprochen.

Schließlich pflegen die Investment Trusts regelmäßig nur solche Papiere in ihre Fonds aufzunehmen, die zum Börsenhandel zugelassen sind (1). Dadurch scheiden minderwertige Effekten von vornherein aus.

Die von den trustees mit den Einlagen der Treugeber erworbenen Effekten bilden den eigentlichen Investmentfonds. Daß die Rechtsstellung der cestuis in Bezug auf die Effekten die gleiche ist wie in Bezug auf das ursprüngliche Trustvermögen, nämlich die eingezahlten Barmittel, wird durch das im englischen Treuhandrecht besonders ausgedehnte Surrogationsprinzip ermöglicht. Jeder mit Mitteln des ursprünglichen Treugutes oder allgemein für den trust erworbene Gegenstand wird ohne weiteres selbst wieder Treugut. Es unterfällt also insbesondere auch dem "equitable right" des Treugebers (2).

Die zum Investmentfonds gehörenden Effekten werden im offenen Depot einer Bank aufbewahrt. Über die Bestände des Trust wird in regelmäßigen Abständen öffentlich berichtet.

Der einzelne Kapitalgeber erhält über die Höhe seiner Einzahlung eine Anteilsurkunde (certificate), in der seine Rechte an dem Fonds niedergelegt sind. Das Zertifikat lautet auf den Inhaber und ist negotiabel. Sein Wert errechnet sich jeweils aus dem Kurswert aller zum Fonds gehörenden Wertpapiere, geteilt durch die Zahl der ausgegebenen Zertifikate (3).

Die Trusts sind grundsätzlich nicht auf einen bestimmten Kapitalbetrag festgelegt. Meistens ist jedoch in den trust deeds eine Höchstgrenze vorgesehen. Falls aber ein darüber hinausgehendes Interesse an der Beteiligung besteht, kann vielfach unter derselben Leitung und denselben Statuten ein neuer

(1) Maßgebend hierfür sind die "Rules and Regulations" der London Stock Exchange sowie Appendix 34 vom 16.9.57 mit den "Requirements for Quotations" (rule 195). Danach werden nur solche Effekten in den Börsenhandel und die tägliche Quotierungsliste aufgenommen, die bestimmten Anforderungen hinsichtlich Anmeldung, Veröffentlichung der Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie weitergehender Publikation nachkommen.

(2) vgl. Siebert, S. 75

(3) Schmitthoff, S. 602

Fonds gegründet werden (1). Die einzelnen Fonds werden voneinander streng getrennt gehalten.

Wie lange ein Trust bestehen soll, wird ebenfalls in dem deed geregelt. Die meisten Zertifikate werden schon vorzeitig ausgelöst und getilgt (2).

3. Die Rechtsstellung der Anteilinhaber

Die Stellung der Anteilinhaber wird durch ihre Rechte gekennzeichnet. Nachdem sie ihre Einlagen geleistet haben, treffen sie im wesentlichen keine sonstigen Pflichten.

a) Die Rechte am Treuhandvermögen

Um die Rechte der Zertifikatsinhaber an dem Trustvermögen zu erklären, ist zunächst festzuhalten, daß das anglo-amerikanische Recht den Dualismus von common law und equity kennt, dem das deutsche Rechtssystem keine vergleichbaren Begriffe entgegensetzen hat. Diese Unterscheidung ist ausschlaggebend für die Frage, wie die Rechtszuständigkeit bei trusts verteilt ist.

Der trustee ist nach common law "legal owner". Das bedeutet, er ist Vollrechtsinhaber, mithin Eigentümer des Treugutes. Sein Eigentum wird jedoch dadurch eingeschränkt, daß der cestui que trust ein "equitable right" hat und als "owner in equity" angesehen wird (3).

Es ist selbstverständlich, daß der Treugeber einen persönlichen Anspruch auf Einhaltung des Trustabkommens gegen den trustee hat. Inwieweit seinem Recht aber auch dinglicher Charakter zukommt, ist systematisch schwer zu erfassen, zumal das angelsächsische Recht auch heute keine Trennung von

-
- (1) z. B. hatte der Foreign and Colonial Trust eine first, second, third and fourth issue; vgl. auch den First, Second, Third Scottish Investment Trust, dargestellt bei Liefmann, S. 168
 - (2) vgl. die eingehenden Schilderungen von Jörgens, S. 14 ff., über die frühen Investment Trusts.
 - (3) vgl. Lewin, Practical Treatise on the law of trusts, 1928, S. 344; Scott, The Law of Trusts, 1956, § 170

dinglichen und obligatorischen, absoluten und relativen Rechten vornimmt (1).

Praktisch liegt darin eine dingliche Wirkung, daß das "equitable right" des cestui auch gegenüber Dritten wirkt, insbesondere gegenüber Gläubigern des trustee und bösgläubigen rechtsgeschäftlichen Erwerbern von Treugut (2). So kann der Begünstigte den Zugriff eines Gläubigers auf die im legal ownership des trustee stehenden Gegenstände mit dem right to interplead abwehren und auch noch nach der Verwertung dieser Gegenstände seine Rechte am Erlös geltend machen (3).

Beim Konkurs des trustee ist das Trustvermögen grundsätzlich zugunsten der cestuis que trustent auszusondern (4).

Daran zeigt sich, daß das Trustvermögen nicht für Schulden des trustee haftet, sondern von dessen übrigen Vermögen getrennt zu behandeln ist, also ein Sondervermögen darstellt.

Ein dingliches Herausgaberecht steht dem Zertifikatsinhaber in Bezug auf die Effekten des Fonds allerdings vor Beendigung des trust nicht zu (5).

Nach allem kann der Zertifikatsinhaber nicht als Miteigentümer des Trustvermögens bezeichnet werden. Sein Recht nach equity ist jedoch gegenüber einem obligatorischen Anspruch mit erhöhten Wirkungen ausgestattet zum Ausgleich dafür, daß der trustee allein über das Treugut verfügen kann, das wirtschaftlich dem Vermögen des Treugebers zuzurechnen ist.

Für die Einhaltung und Durchführung seiner Pflichten haftet der trustee grundsätzlich unbeschränkt mit seinem ganzen Vermögen, und zwar zeitlich auch noch über sein Ausscheiden aus dem trust hinaus.

Nach allgemeinen Rechtssätzen ist er auch für die Handlungen der co-trustees haftbar. Eine dahingehende Haftung wird allerdings regelmäßig durch die trust deeds eingeeengt. Danach besteht sie meistens nur dann, wenn der trustee ein bestimmtes Verhalten des co-trustee gekannt und ge-

(1) Siebert, S. 94

(2) vgl. Roth, S. 33 ff.; Maitland in GrünhutsZ 32 S. 22 ff.

(3) vgl. Lewin, S. 665

(4) Bankruptcy Act 1944 (4 & 5 Geo. 5 C. 59), sec. 38 (1)

(5) vgl. Hartmann, Der Trust im englischen Recht, S. 68. Dies war durch die Entscheidung des House of Lords im Fall Baker v. Archer-Shee im Jahre 1927 zweifelhaft geworden; vgl. hierzu und zu dem Rechtsstreit Archer-Shee v. Garland von 1931 die Ausführungen von Baum, S. 169/170.

billigt oder wenn er sich fahrlässig nicht genügend darum gekümmert hat. Selbst wo eine solche Haftungsbeschränkung nicht ausdrücklich abgesprochen ist, gilt sie vielfach als stillschweigend vereinbart (1).

Einen besonderen Schutz sieht das englische Recht bei einem breach of trust vor. Es handelt sich dabei um eine Verletzung bestimmter Treupflichten, hauptsächlich die unredliche Verwendung von Treugut (2).

Abgesehen davon, daß der trustee wegen eines solchen Vertrauensbruches strafrechtlich zur Verantwortung gezogen wird (3) und zum Ersatz des entstehenden Schadens verpflichtet ist, wird auch zugunsten der Treugeber ein unmittelbarer Ausgleich geschaffen: alles, was der trustee aus dem breach of trust erlangt, fällt automatisch dem Treugut zu (4).

Nach sec. 61 des Trustee Act von 1925 ist der englische Richter befugt, einen trustee abzusetzen, der unehrlich oder unvernünftig gehandelt hat und vor einer Anklage steht.

Bei einem breach of trust haftete der trustee ursprünglich unverjährbar. Der Limitation Act von 1939 (5) sec. 19 hat die Haftung allerdings auf 6 Jahre begrenzt, wobei die Frist erst zu laufen beginnt, wenn der cestui von dem breach of trust Kenntnis erhält (6).

Ein weiteres Schutzgesetz ist der Prevention of Fraud (Investments) Act (7). Es gibt dem "Board of Trade" die Möglichkeit, u. a. auf die Art der Berechnung des Verkaufspreises von Trustanteilen sowie den Inhalt von Emissionsprospekten und Inseraten Einfluß zu nehmen. Solange die Investment Trusts nicht vom "Board of Trade" autorisiert sind, dürfen sie das Publikum nicht zur Teilnahme einladen (8).

Nach sec. 12 des genannten Gesetzes kann der "Board of Trade" einen oder mehrere inspectors damit beauftragen, die Verwaltung eines trust zu untersuchen, falls dies im Interesse der Anteilhaber und der Öffentlichkeit erforderlich erscheint.

(1) vgl. Knoblich, S. 19; Nachod, S. 29

(2) Bovensiepen: Trust, Trustee in HdR Bd. 6 S. 78; Scott, Abridgement of the Law of Trusts, 1960, §§ 197 ff.

(3) Larceny Act 1916 (6 & 7 Geo. 5 C. 50) sec. 21

(4) vgl. Siebert, S. 68

(5) 2 & 3 Geo. 6 C. 21

(6) vgl. hierzu James, Introduction to English Law, 1955, S. 383

(7) 1939, 2 & 3 Geo. 6 c. 16, in der Fassung von 1958, 6 & 7 Eliz. 2 c. 45

(8) vgl. auch Gower, S. 217

b) Das Recht des Zertifikatsinhabers auf Gewinnausszahlung und bei Auflösung des Trust

Erträge fließen dem Trust hauptsächlich aus Dividenden und Zinsen der im Fonds befindlichen Papiere zu, ferner aber auch - besonders bei spekulativen Unternehmen - aus mitgenommenen Kursgewinnen.

An Aufwendungen stehen ihnen in erster Linie die Vergütung des trustee und die Verwaltungsspesen gegenüber.

Der ermittelte Reingewinn wird nicht immer restlos an die Zertifikatsinhaber ausgeschüttet. Die früheren Investment Trusts garantierten einen festen Zinssatz - meist 5 bis 6 % (1). Wenn ein Geschäftsjahr nicht genügend Erträge abwarf, mußten die Zinsen den Anteilhabern in späteren Jahren nachgezahlt werden.

Überstieg der Nettogewinn die Zinsausschüttungen, wurde ein bestimmter Betrag der Reservenbildung zugeführt. Was dann noch übrigblieb, diente der Tilgung von Zertifikaten.

Für sein ausgelostes und eingezogenes Zertifikat erhielt der Berechtigte eine Art Genußschein (coupon of reversion). Wenn alle Zertifikate getilgt waren, wurde das noch vorhandene Trustvermögen unter die Inhaber dieser Scheine aufgeteilt.

Anstelle einer Versilberung und Verteilung des Barwertes wurden gelegentlich auch anteilmäßig neue Trustzertifikate ausgegeben.

Ähnlich vollzog sich die Liquidation eines Fonds, wenn die vereinbarte Höchstdauer erreicht war. Hierbei mußten lediglich die Inhaber von noch nicht zurückgezahlten Zertifikaten entsprechend berücksichtigt werden (2).

Ursprünglich kannten die trusts nur einheitliche Zertifikate, welche die gleichen Rechte verbriefen. Bald gingen aber manche trusts dazu über, einen Unterschied zwischen "preferred certificates" und "deferred certificates" zu machen. Die "preferred certificates" sind bei der jährlichen Zinsvergütung und Rückzahlung bevorrechtigt. Die "deferred certificates" bekommen den Rest des zur Ausschüttung vorgesehenen Gewinns. Sie sind also mit dem Risiko behaftet, ob eine Rendite unter oder über dem festen Zinssatz erwirtschaftet wird (3).

(1) nach Jörgens, S. 15

(2) vgl. Jörgens, S. 14 ff.; Goldschmidt, S. 36

(3) vgl. Knoblich, S. 21

Mit dieser Aufspaltung der Zertifikate ist bereits frühzeitig das Prinzip vor-gezeichnet worden, nach dem später auch die körperschaftsrechtlichen In-vestmentgesellschaften in England und den USA zwischen Vorzugs- und Stammanteilen unterscheiden.

c) Sonstige Rechte

Es bestehen keine allgemeinen Rechtsgrundsätze, wonach der einzelne bene-ficiary ein Recht auf Mitsprache, Verwaltung oder Weisung hinsichtlich des trust haben könnte. Allerdings können in den trust deeds solche Befugnisse vereinbart sein.

Baum (1) kommt zu dem Ergebnis, der Zertifikatsinhaber habe nichts zu verwalten, sein Mitspracherecht sei mehr als gering. Die meisten Common Law Trusts würden nicht einmal ein "meeting of the shareholders" kennen und sich auf die Verpflichtung beschränken, einen jährlichen Rechenschafts- und Geschäftsbericht vorzulegen (2). Er hält es für unzutreffend, wenn Knob-lich (3) von Verwaltungsrechten der Zertifikatsinhaber spricht.

Dem ist entgegenzuhalten, daß sich unschwer Trustabkommen finden lassen, die den Anteilhabern weitergehende Befugnisse zugestehen.

So enthält der Deed des British Shareholders Trust (1958) (4) sehr eingehen-de Bestimmungen über die Einberufung und Durchführung von "meetings of certificate holders". Danach können Zertifikatsinhaber, die zu mindestens 10 % an dem Trustvermögen beteiligt sind, jederzeit verlangen, daß eine Versammlung abgehalten wird. Die Versammlung kann über die Modifizie-rung, Änderung oder Ergänzung des trust deed entscheiden. Ferner hängt es von einem besonderen Beschluß der Versammlung ab, ob den Verwaltern des Trust eine höhere Vergütung zugestanden wird und ob der Trust nach 25 Jahren beendet und liquidiert werden soll. Die Versammlung ist beschluß-fähig, wenn mehr als die Hälfte aller ausgegebenen Anteile vertreten sind.

(1) S. 170

(2) Als einziges Beispiel nennt Baum in diesem Zusammenhang das "Agree-ment and Declaration of Trust" des Massachusetts Investors Trust, Boston.

(3) Knoblich hat auf S. 17 ff (S. 22) die Bestimmungen früherer trust deeds wiedergegeben.

(4) abgeschlossen am 27. 11. 1958 zwischen Philip Hill, Higginson & Co. Ltd. - als Manager - und Midland Bank Executor and Trustee Company Ltd. - als Trustee.

Die Beschlüsse müssen mit einer Mehrheit von mindestens 3/4 der anwesenden Stimmen gefaßt werden (1).

Besonders ausgeprägt ist die Macht, mit der die Zertifikatsinhaber beim Domestic Unit Fund, London 1960 (früher Domestic Investment Trust, Second Series), ausgestattet sind. Der Trust Deed (2) gibt dem "meeting of the unit holders" u. a. folgende Rechte :

- 1) Die Versammlung kann die managers des trust absetzen und an ihrer Stelle neue managers ernennen.
- 2) Sie kann gleichfalls die auditors (Revisoren) auswechseln.
- 3) Sie kann einen oder mehrere Zertifikatsinhaber ermächtigen, stellvertretend für alle den Board of Trade zu einer Untersuchung des trust zu veranlassen.
- 4) Sie kann bestimmen, wie im allgemeinen oder im besonderen die managers bzw. trustees das Stimmrecht aus einzelnen zum Fonds gehörenden Wertpapieren auszuüben haben.
- 5) Sie kann einen Ausschuß wählen, seine Geschäftsordnung festlegen und ihn mit Vollmachten ausstatten, z. B. mit dem Recht, die Zertifikatsinhaber in einem gerichtlichen Verfahren zu vertreten. Für die Aufwendungen, die diesem Ausschuß entstehen, können Mittel aus dem Trustvermögen in Anspruch genommen werden. Die Mitglieder des Ausschusses können jederzeit durch Beschluß der Versammlung abberufen werden.
- 6) Die Versammlung hat jede Modifizierung, Aufhebung oder Einschränkung von Rechten zu genehmigen, welche den Zertifikatsinhabern gegenüber den managers bzw. den trustees oder im Hinblick auf das Trustvermögen zustehen. Das gleiche gilt bei der Abänderung anderer Bestimmungen des trust deed.

Darüber hinaus kann von den Leitern des Trust eine Versammlung einberufen werden, wenn grundsätzliche Fragen der Geschäftspolitik auf dem Spiel stehen.

Wie eine Versammlung im einzelnen durchzuführen ist, hat dieser Trust Deed ebenfalls ausführlich festgelegt.

Wo sich bei Investment Trusts solche Bestimmungen finden, wird man im Gegensatz zu Baum (3) und in Übereinstimmung mit Knoblich (4) zugeben müssen, daß die Zertifikatsinhaber auch Verwaltungsrechte haben. Dabei kommt es allerdings ganz auf den Einzelfall an, ob und wie sie ausgestaltet sind.

(1) vgl. Second Schedule des genannten Trust Deed

(2) niedergelegt am 15. 1. 1960 zwischen Domestic Trust Managers Ltd. und Midland Bank Executor and Trustee Company Ltd.

(3) aaO., S. 170

(4) aaO., S. 17 ff. ; vgl. auch Goldschmidt, S. 36/37

4. Nachbemerkung und Überleitung

Es zeigt sich, daß das altenglische Trustprinzip durchaus dem Sinn und Zweck des Investmentsparens gerecht wird. Bei den Common Law Trusts handelt es sich um reine Investmentfonds, d.h. sie enthalten als Sondervermögen nur die von den Sparern aufgebrachten Mittel bzw. die damit angeschafften Wertpapiere sowie sonstigen Rechte aus Investitionen und sind streng getrennt von den Betriebsmitteln und dem sonstigen Eigenvermögen der trustees.

Diese Regelung dürfte auch am ehesten dem Interesse der Kapitalgeber entsprechen. Denn sie wollen sich der Investmentunternehmen lediglich als Mittel zum Zweck bedienen. Ihre Ersparnisse sollen von den trustees nur in einem größeren "Topf" vereinigt werden und von dort aus sachkundig in mannigfaltigen Werten angelegt werden. Nicht aber kommt es den Kapitalgebern darauf an, an dem Geschäftsbetrieb ihrer Vermögensverwalter beteiligt zu werden, wie es bei den körperschaftsrechtlich organisierten Investmentunternehmen der Fall ist.

Obwohl sich Investmentfonds in der Rechtsform von Common Law Trusts anfänglich großer Beliebtheit erfreuten, waren sie seit etwa 1880 jahrzehntelang fast völlig von der Bildfläche verschwunden. Die damals bestehenden und auch die später gegründeten Investmentfonds nahmen nunmehr eine körperschaftsrechtliche Organisation an und wählten dementsprechend die Form von Limited Companies.

Für diese Wandlung sind mehrere Gründe genannt worden.

Ausschlaggebend dürfte gewesen sein, daß in zwei vielbeachteten Prozessen umstritten war, ob die Trustform für die Verwirklichung des Investmentsparens in der bisher durchgeführten Weise überhaupt zulässig war (1).

Im Falle *Sykes v. Beadon* (1879) (2) wurden trustees wegen breach of trust auf Schadensersatz verklagt. Einer der trustees wandte ein, es handele sich bei dem trust in Wirklichkeit um eine "association", die nach Gesellschaftsrecht und nicht nach Trustrecht zu beurteilen sei. Zur Unterstützung dieses Arguments wurde insbesondere auf die Bestimmungen des trust deed (3) hingewiesen, wonach den certificate holders eine Reihe von Verwaltungsrechten (4) eingeräumt worden war.

(1) vgl. Jörgens, S. 18 f.; Gower, S. 215

(2) Law Reports Vol. 11 Ch. D. S. 170 ff.

(3) abgedruckt auf S. 180 ff. der Entscheidung

(4) ähnlich wie in dem auf S. 45 dieser Arbeit geschilderten Beispiel

Der "Master of the Rolls" schloß sich dieser Ansicht an. Er erblickte in dem Verhältnis der certificate holders zueinander eine nach dem Companies Act von 1862 sec. 4 (1) illegale Gesellschaft. Diese Gesetzesbestimmung verbietet, eine Gesellschaft mit mehr als 20 Teilhabern zum Betriebe eines Geschäfts mit Gewinnabsicht zu errichten, wenn die Gesellschaft nicht ordnungsgemäß inkorporiert (registered) ist. Der "Master of the Rolls" befand: Die mehr als 20 cestuis seien Gesellschafter; in dem An- und Verkauf von Effekten liege ein Geschäftsbetrieb und in dem Streben nach möglichst vorteilhafter Kapitalanlage eine Gewinnabsicht; außerdem sei die Auslosung der Zertifikate mit Agio auch eine verbotene Lotterie. Infolgedessen wurde das gesamte Vertragsverhältnis als gesetzeswidrig und nichtig beurteilt.

Nach dieser rechtskräftigen Entscheidung beeilten sich die bestehenden Investment Trusts, sich als Limited Companies neu zu konstituieren.

Die einzige Ausnahme machte der Submarine Cables Trust (2). Seine trustees wurden daraufhin in den Rechtsstreit Smith v. Anderson (1880) (3) verwickelt, als ein Zertifikatsinhaber die gerichtliche Liquidation des Trust verlangte. Der "Master of the Rolls" bestätigte seine frühere Auffassung.

Sie wurde jedoch vom Court of Appeal, der diesmal als nächste Instanz angerufen worden war, in allen Punkten widerlegt. Die Richter erklärten:

Da zwischen den cestuis kein Vertrag bestehe, könne auch kein Gesellschaftsverhältnis (partnership) zustande gekommen sein. Die company könne begrifflich nur als partnership entstehen, wenn auch mit der im Gesetz verankerten Besonderheit, daß die partners ständig wechseln können. Die Zertifikatsinhaber seien nicht anders zu beurteilen als die Inhaber von debentures (Obligationen) oder Staatsanleihen.

Die Befugnis, auf Versammlungen gewisse Beschlüsse zu fassen, spreche nicht für eine körperschaftsrechtliche Organisation. Solche Beschlüsse könnten cestuis que trustent üblicherweise erlassen und nur mit Rücksicht auf die große Zahl der cestuis lehnten sie sich an die für "meetings of shareholders" gebräuchlichen Formen an.

Es liege auch kein Geschäftsbetrieb mit Gewinnabsicht vor. Allerdings könne etwas anderes bei einem trust gelten, zu dessen Aufgaben der Handel mit Effekten gehöre.

(1) später Companies Act 1929 sec. 357, heute Companies Act 1948 sec. 434

(2) vgl. Jörgens, S. 23

(3) Law Reports Vol. 15 Ch. D. S. 247 ff.

Wenn aber überhaupt von einem Geschäftsbetrieb gesprochen werden könne, so werde er von den trustees in eigenem Namen ausgeübt, denn diese seien nicht als Vertreter, sondern zu eigenem Recht tätig. Im Gegensatz zu den Direktoren der companies könnten die trustees auch nicht durch ihre Handlungen eine Haftung der cestuis auslösen.

Diese Entscheidung ist als geltendes englisches Recht anzusehen, da ihr keine neuere entgegensteht. Damals blieb jedoch eine gewisse Rechtsunsicherheit (1), und vorerst kehrte kein Investmentunternehmen zur Rechtsform des Common Law Trust zurück.

Für den Übergang der Investmentunternehmen zur körperschaftsrechtlichen Organisation werden noch andere Gründe angeführt.

Unwahrscheinlich ist allerdings die Erklärung, man habe damals die Trustform als zu unbeweglich (2) angesehen. Im Gegenteil bietet sie, wie dargestellt, einen weiten Spielraum für freizügige Ausgestaltung; und nichts hindert daran, den Common Law Trust, der sich gerade für Vermögensverwaltungen sehr bewährt hat, für die Kapitalanlage in Effekten nutzbar zu machen.

Nach Meinung einiger Autoren soll der trust deshalb "unbehilflich" sein, weil er keine Schuldverschreibungen ausgeben könne (3). Die Ausgabe von Obligationen war vorübergehend bei den Investmentunternehmen sehr beliebt, weil man mit den auf diese Weise geschöpften Krediten bei günstiger Konjunktur den Ertrag der Stammanteile erhöhen konnte (4).

Von Rechts wegen steht aber nichts im Wege, daß auch Privatpersonen debentures emittieren. Also hätten auch die trustees jederzeit Schuldverschreibungen ausgeben und die Haftung auf den Fonds beschränken können (5). Immerhin erscheint es möglich, daß besonders in den Jahren der Umwandlung der Investmentgesellschaften um 1880 der Kapitalmarkt für Obligationen von Limited Companies aufgeschlossener war als für Obligationen von Trusts.

Dieser letztere Gedanke beruht auf dem Umstand, daß ein trust damals in der breiten Öffentlichkeit nicht unbedingt das gleiche Vertrauen genoß wie

-
- (1) vgl. Goldschmidt, S. 39
 - (2) so Schäcker, S. 17
 - (3) vgl. Jörgens, S. 19, insbes. Kilgus, S. 26
 - (4) s. S. 22 dieser Arbeit
 - (5) vgl. Goldschmidt, S. 40

eine company als juristische Person. Dieser Eindruck war allerdings mehr psychologisch beeinflusst als durch Tatsachen gerechtfertigt. Man wies darauf hin, daß der trustee immerhin rechtlicher Eigentümer des Trustvermögens sei, daß er damit frei schalten und walten könne und die Anteilinhaber bei Mißbrauch im wesentlichen nur Schadensersatzansprüche hätten, während die Direktoren einer Limited Company wegen des "ultra vires"-Prinzips (1) in ihrer Verfügungsgewalt beschränkbar seien (2).

Genau wie aber ein wohlabgewogener trust deed die Machtvollkommenheit des trustee einengen kann, können die Befugnisse der Direktoren einer company durch eine Satzung nach innen und außen weit ausgedehnt werden. In der Praxis ist daher häufig der theoretische Unterschied zwischen der Rechtsstellung eines trustee und eines director illusorisch (3).

Immerhin mochte sich das breite Publikum dadurch beruhigt fühlen, daß der Gesetzgeber mit dem bereits 1862 erlassenen Companies Act den companies eine stärkere Kontrolle und Publizität auferlegte. Dagegen fehlten bei trusts lange Zeit gesetzliche Vorschriften zum Schutz der beneficiaries. Und die Möglichkeit, durch individuelle Vertragsgestaltung diese Lücke auszufüllen, konnte wohl aus tatsächlichen Gründen von den meistens unerfahrenen Anteilhabern nicht wahrgenommen werden.

Inzwischen sind auch die Common Law Investment Trusts einer Reihe von Gesetzen unterworfen, insbesondere dem bereits genannten Trustee Act und Prevention of Fraud (Investments) Act. Auch rechtlich gesehen, hat sich also die Durchführung und Behandlung der Investmenttätigkeit bei den trusts und den companies heute weitgehend einander angeglichen. Wirtschaftlich gesehen, bieten sie den anlagesuchenden Sparern fast die gleichen Vorteile oder auch Nachteile (4).

Erst seit Anfang der 30er Jahre gibt es in Großbritannien wieder Investmentunternehmen in der Trustform. Die Wiedereinführung der Treuhandlösung wurde vor allem von der Entwicklung beeinflusst, welche die Investmenttätigkeit inzwischen in den USA und in der Schweiz genommen hatte.

Solche trusts wurden nun als Rückschlag gegen das bis dahin herrschende

(1) darüber siehe unten S. 52 u. 59

(2) vgl. die Argumentationen von Jörgens, S. 18, Liefmann, S. 170, und Knoblich, S. 24

(3) vgl. Goldschmidt, S. 40, mit weiteren Nachweisen

(4) vgl. auch Barocka, S. 58; Gower, S. 214

management-Prinzip (1), dem man auf Grund der schlechten Erfahrungen besonders in Amerika (2) mit Mißtrauen begegnete, vielfach als "fixed" trusts (3) gegründet.

Für die neuen Investment Trusts hat sich die Bezeichnung "unit trusts" eingebürgert. Im Grunde handelt es sich aber um eine nur unwesentliche Weiterentwicklung des Typs, wie er vor 1880 in England bestanden hat (4).

Allgemein ist bei den neuen Investment Trusts von Bedeutung, daß sich nunmehr 3 Parteien gegenüberstehen, und zwar

- 1) die trustees (meistens eine Treuhandgesellschaft, Bank oder Versicherungsgesellschaft (5)),
- 2) die managers (meistens eine private company (6))
- 3) und die Kapitaleinleger.

Die managers schließen mit den trustees einen deed of trust ab, kaufen eine Reihe von units (Effektenbündel) und übergeben sie den trustees zur treuhänderischen Aufbewahrung nach Maßgabe des Abkommens.

Die managers sind so lange die Berechtigten an dem Trustvermögen, bis sie die units beim Publikum untergebracht haben. Zu diesem Zweck werden die in units zusammengefaßten Effekten in sub-units unterteilt, und auf diese sub-units werden Anteilzertifikate ausgestellt. Die einzelnen Kapitaleinleger erhalten entsprechend ihrer Beteiligung die Zertifikate, die entweder auf den Inhaber oder auf Namen lauten.

Für die Rechtsstellung der certificate holders ist der zwischen den trustees und den managers abgeschlossene trust deed verbindlich.

Sofern nichts Gegenteiliges vorgesehen ist, haben die managers als Verwalter der Investments die Möglichkeit, weitere units zu bilden, indem sie

(1) s.S. 35 dieser Arbeit

(2) s.S. 22

(3) s.S. 34/35

(4) vgl. Gower, S. 215

(5) Der Meinung von Baum, S. 20, daß in England regelmäßig nur Privatpersonen trustees seien, kann auf Grund des für diese Arbeit gesichteten Materials nicht gefolgt werden.

(6) vgl. den auf S. 44 erwähnten deed des British Shareholders Trust, bei dem als managers eine Maklerfirma fungiert, während als trustee - wie auch beim Domestic Unit Fund - eine Tochtergesellschaft der Midland Bank auftritt.

zusätzliche Wertpapiere auf die trustees übertragen. Ihnen obliegt es auch, auf Verlangen die ausgegebenen Anteile zurückzunehmen und erneut zu verkaufen (1).

Inzwischen sind viele unit trusts auch wieder zu der "flexible" (oder "managed") Organisationsform (2) übergegangen.

II. Limited Company

1. Äußerer Aufbau

Die gebräuchlichste Rechtsform der Investmentunternehmen in Großbritannien ist auch heute noch die Limited Company. Obwohl sich also weitgehend eine Abkehr von der Trustform vollzogen hat, haben viele Unternehmen in Erinnerung an das ursprüngliche juristische Gewand den Begriff Investment "Trust" in ihrem Firmennamen beibehalten und nur durch den Zusatz "Company Ltd." ergänzt.

Limited Companies sind juristische Personen und unterliegen dem Companies Act (3).

Britische Investmentfonds sind sowohl in die Form der Private als auch die der Public Limited Company eingekleidet, doch überwiegt letztere bei weitem an Zahl und Bedeutung. Beide Gesellschaftstypen sind "limited by shares", d.h. ihre Haftung ist auf die Kapitalsumme der shares beschränkt.

Für die Public und Private Limited Company gelten hinsichtlich dem Aufbau und der Leitung im wesentlichen die gleichen Bestimmungen (4). Beide Gesellschaften stellen bei ihrer Errichtung ein "Memorandum of Association" (5) sowie die "Articles of Association" (6) auf.

(1) vgl. Gower, S. 215/216

(2) s. S. 35

(3) seit 1862 mehrfach ergänzt und geändert, letzte Fassung : Companies Act 1948 (11 & 12 Geo. 6 c. 38)

(4) Einige Unterschiede werden weiter unten S. 53f. herausgestellt.

(5) nähere Bestimmungen in Companies Act ss. 1-5

(6) nähere Bestimmungen in Companies Act ss. 6-10

Während in den Articles die inneren Rechtsverhältnisse (1) geregelt werden, bildet das Memorandum die eigentliche Gründungsurkunde. Sie enthält die wichtigsten Angaben über das äußere Erscheinungsbild der Gesellschaft, wie Name, Sitz, Zweck, Kapital und Haftungsbeschränkung der Mitglieder.

Der Gesellschaftszweck bedarf einer besonders sorgfältigen Formulierung. Grundsätzlich ist jedes Rechtsgeschäft, das über die im Memorandum enthaltenen Bestimmungen hinausgeht, nach der angelsächsischen *ultra vires*-Lehre (2) nichtig. Früher war eine nachträgliche Änderung der Zweckrichtung, für die eine Gesellschaft bestand, gar nicht bzw. nur unter großen Schwierigkeiten (3) möglich. Um sich einen später etwa erwünschten Wechsel der wirtschaftlichen Betätigung offenzuhalten, legten es besonders damals die Gesellschaften darauf an, schon bei der Gründung den Unternehmenszweck weit zu fassen. Auf diese Weise finden sich in den Statuten häufig Angaben, die mit dem wirklichen Gegenstand des Unternehmens nichts zu tun haben und daher auch keine zuverlässige Auskunft über den tatsächlich betriebenen Geschäftsbereich geben.

Inzwischen ist eine solch vorsorglich weite Fassung des Gesellschaftszweckes nicht mehr im gleichen Maße wie früher gerechtfertigt. Nach der Neufassung des Companies Act 1948 (ss. 5, 23) können durch *special resolution* der Mitglieder das Memorandum geändert und ursprünglich gesellschaftsfremde Geschäfte neu aufgenommen werden. Das Gericht schaltet sich nur noch in Ausnahmefällen ein, wenn die in der Abstimmung unterlegenen Minderheitsaktionäre dies beantragen (4).

Bei den Investmentgesellschaften liegt es durchaus im Interesse der Kapitalgeber, die ja lediglich eine günstige und sichere Anlage beabsichtigen, wenn der Unternehmenszweck eng abgegrenzt wird. Wie die geschichtliche Entwicklung in England und in den USA zeigt, kann eine Ausweitung der geschäftlichen Tätigkeit, insbesondere bei einer leichtsinnigen Leitung, zu großen Risiken führen, die gerade dem Grundgedanken des *Investment savings* zuwiderlaufen. Die seriösen britischen Investmentgesellschaften beschränken daher im Memorandum den Geschäftszweck auf die enge Ka-

-
- (1) darüber unten S. 54 ff.
 - (2) ausführliche Darstellung bei Gower, S. 78 ff.
 - (3) Nach 1908 konnten in bestimmten Fällen die *object clauses* geändert werden, wenn die Gesellschaft eine *special resolution* - 3/4-Mehrheitsbeschluß - herbeiführte und das Gericht seine Genehmigung erteilte. Dabei kam es vor allem darauf an, daß durch die Änderung weder die Interessen der *shareholders* noch die der Gläubiger benachteiligt wurden, vgl. Companies Act von 1929 sec. 5
 - (4) vgl. auch Siebel, aaO., S. 133; Preyer, aaO., S. 198

pitalanlage. Andere Unternehmen behalten sich dagegen einen weiten Spielraum wirtschaftlicher Betätigung, vor allem auf dem Finanzsektor, vor.

Im Gegensatz zu anderen Staaten (1) gibt es in England keine gesetzliche Bestimmung, die den Investmentgesellschaften andere Geschäfte als die Kapitalanlage im engeren Sinne untersagt. In der Praxis hängen sie vielfach - etwa durch Personalunionen - mit Holding Companies oder Underwriter Companies (2) zusammen und verfolgen auf diese Weise mannigfaltige Interessen (3).

Zur Errichtung einer Limited Company sind Memorandum und Articles dem registrar of companies einzureichen (4), einer Behörde beim Board of Trade. Hier wird das certificate of incorporation (5) ausgestellt und damit die Gesellschaft ins Leben gerufen.

2. Unterschiede zwischen Public und Private Limited Company

Die Public Limited Company muß von mindestens 7 Personen gegründet werden; bei der Private Limited Company genügen 2 Personen (6).

Während die Höchstzahl der Mitglieder einer Public Limited Company unbegrenzt ist, darf sie bei einer Private Limited Company 50 nicht überschreiten (7).

Ferner ist im Gegensatz zur Public Limited Company bei der Private Company das Recht zur Übertragung der shares beschränkt und eine Aufforderung an die Öffentlichkeit, Aktien oder Obligationen zu zeichnen, untersagt (8).

-
- (1) USA : ICA sec. 12; Deutschland : § 2 Abs. II c i. V. mit § 1 Abs. I KAGG
 - (2) die speziell Wertpapier-Emissionen übernehmen und sie auf dem Markt unterbringen
 - (3) Bruppacher, S. 44, nennt als Beispiel die London United Trust Ltd., die nach außen als Investmentgesellschaft auftrat, in Wirklichkeit aber die Kapitalien von Versicherungsgesellschaften zusammengefaßt hatte und verwaltete.
 - (4) neben anderen Dokumenten, vgl. Gower, S. 248/249
 - (5) Companies Act 1948 sec. 13
 - (6) Companies Act 1948 sec. 1
 - (7) Companies Act 1948 sec. 28-1b
 - (8) Companies Act 1948 sec. 28, Schedule I Table A Part II

Bei Investmentunternehmen, welche die Form der Private Limited Company vorziehen, handelt es sich hauptsächlich um kleine, aber finanzkräftige Gruppen von Kapitalbesitzern, die auf eine weitere Vermehrung des Fondsvermögens keinen Wert legen, besonders aber auch eine öffentliche Rechnungslegung der gesellschaftlichen Transaktionen und Besitzverhältnisse vermeiden wollen.

Linhardt (1) führt aus, daß solche Private Companies seit den 20er Jahren stark angewachsen seien. Er sieht allerdings in ihnen keine echten Investmentunternehmen, da ihnen sowohl der große Kreis der Investoren als auch die wesenswichtige Verteilung der Anlagen fehle.

Dazu ist zu sagen, daß eine mögliche Teilhaberzahl von 50 Personen durchaus zur Verwirklichung des Investmentgedankens genügen kann. Ob das Fondsvermögen dann nach Investmentgrundsätzen verwaltet wird, kommt auf den Einzelfall an. Die besondere Rechtsform der Private Limited Company hindert daran jedenfalls nicht.

3. Innere Rechtsverhältnisse

Die inneren Rechtsverhältnisse werden im einzelnen durch die Articles of Association bestimmt. Ihr Hauptinhalt betrifft die Einteilung des Kapitals, gegebenenfalls die Art der Kapitalanlage und die Reservenbildung, die Rechte und Pflichten der Geschäftsleitung und nicht zuletzt die Rechtsstellung der shareholders.

Diese Punkte sollen hier nur insoweit erörtert werden, als sie zum Verständnis der Verhältnisse gerade bei Investment Companies Ltd. erforderlich sind (2).

a) Die Einteilung des Kapitals

Die Bestimmungen hierüber geben zunächst an, wie das Eigenkapital gestückelt und nach Aktienkategorien unterteilt ist, ferner in welcher Weise

(1) aaO., S. 60

(2) Als Material dienen insbesondere die Ergebnisse, die Linhardt auf Grund eingehender Untersuchungen von etwa 100 verschiedenen Satzungen gewonnen hat

es von den Zeichnern eingezahlt werden muß und in welchem Verhältnis Eigen- und Fremdkapital zueinander stehen sollen.

Gewöhnlich unterscheidet sich das von den Gründern vorgesehene und im Memorandum angegebene Kapital (nominal oder authorized capital) von dem Kapital, das bei der Auflegung gezeichnet wird (issued capital).

Das Nominalkapital braucht weder voll aufgelegt noch gezeichnet zu werden (1). Es besteht also die Möglichkeit, auch späterhin noch so viele shares auszugeben, bis der Betrag des Nominalkapitals erreicht ist. Damit sind auch Limited Companies in der Lage, nach dem open-end-Prinzip zu arbeiten, d.h. sie können auf lange Sicht laufend ihre Vermögenswerte vergrößern und neue Kapitalgeber beteiligen, ohne eine Kapitalerhöhung durch Satzungsänderung vornehmen zu müssen.

Das Aktienkapital kann durch Stammanteile (ordinary shares) und durch Vorzugsanteile (preference shares) aufgebracht werden. Die Investmentgesellschaften sehen häufig vor, in welchem Verhältnis (2) beide Kategorien ausgegeben werden sollen.

Zur Beschaffung von Fremdkapital können die Limited Companies in gesetzlich unbegrenzter Höhe Obligationen ausgeben. Dazu sind in den Articles gewöhnlich entsprechende Bestimmungen enthalten. So ist in der Praxis bei Investmentgesellschaften meistens festgesetzt, daß nicht mehr Obligationen ausgegeben werden dürfen, als issued capital ausgewiesen wird (3) und daß Darlehen in anderer Form ebenfalls eine bestimmte Höhe nicht überschreiten dürfen (4).

b) Die Kapitalanlage

Auch bei Limited Companies finden sich regelmäßig Bestimmungen über die Kapitalanlage. Für die Frage, welche allgemeinen Gesichtspunkte bei der Auswahl der Effekten in Betracht kommen, gelten die bereits bei den Common Law Trusts getroffenen Feststellungen (5).

Ähnlich wie bei den trust deeds enthalten auch die Articles einer Investment Company Ltd. ausdrücklich Angaben, bis zu welchem Prozentsatz

(1) vgl. hierzu Gower, S. 99

(2) etwa 40 : 60, 50 : 50 oder 60 : 40, vgl. Linhardt, S. 61

(3) Bruppacher, S. 126

(4) Linhardt, S. 61

(5) S. 38/39

des ausgegebenen Aktien- und Obligationenkapitals höchstens Effekten derselben Gattung angeschafft werden dürfen. Ausgenommen sind auch hier Staatsanleihen und bestimmte sonstige Papiere.

Während Linhardt (1) bei seinen Untersuchungen auf Zahlen von 2% bis 10% gestoßen ist, kommt Bruppacher (2) zu dem Ergebnis, daß die meisten britischen Investmentgesellschaften es mit dem Prinzip möglichst weiter Risikoverteilung sehr genau nehmen und tatsächlich höchstens 1% des Gesamtkapitals in Wertpapieren einer Gattung anlegen.

Dabei ist jedoch zu beachten, daß der Begriff "gleiche Gattung" sehr eng gefaßt sein kann. So werden Wertpapiere der gleichen Emittenten häufig nicht der gleichen Gattung zugerechnet, wenn sie anders gestückelt, anders ausgestattet sind oder aus einer anderen Emission stammen (3).

c) Die Reservenbildung

Auch der Reservenbildung werden häufig besondere Vorschriften gewidmet. Man unterscheidet hierbei zwischen einer General- und einer Kapitalreserve und trennt damit zwischen normalen Erträgen und außerordentlichen Einnahmen, die aus Kapitalwertänderungen herrühren.

So wird die Generalreserve nach dem Ermessen der Geschäftsleitung aus Gewinnüberschüssen, d.h. Zins- und Dividendenerträgen, gebildet. Sie kann auf verschiedene Weise verwendet werden, z.B. zu Abschreibungen auf die Kapitalanlagen, zum Ausgleich von Verlusten oder zur Ergänzung der Jahresdividende.

Die Kapitalreserve kommt durch realisierte Kursgewinne und durch das Agio bei einer über-pari-Emission eigener Wertpapiere zustande. Sie darf nicht bei den Dividendenausschüttungen verwertet werden, sondern dient hauptsächlich dazu, Verluste bei Effektenverkäufen unter dem Buchwert oder das Disagio bei unter-pari-Emissionen eigener Obligationen zu decken.

Wenn die Kapitalreserve unnötig groß geworden ist, wird sie mitunter in Form neuer shares, für die unter Umständen noch eine Barzahlung zu leisten ist, den Anteilinhabern zugewendet (capitalisation of profit) (4).

(1) aaO., S. 67

(2) aaO., S. 133

(3) vgl. Linhardt, S. 67

(4) vgl. Schmitthoff, S. 600; Linhardt, S. 68

d) Das Direktorium

Alle Limited Companies müssen durch ein Direktorium (board of directors) geleitet werden. Nach dem Companies Act 1948 (1) muß es aus mindestens 2 Direktoren bestehen. Tatsächlich haben Investmentgesellschaften meistens mehr, und zwar durchschnittlich 4 bis 6 Direktoren (2).

Die ersten Direktoren einer neu gegründeten Gesellschaft sind in der Praxis schon im Memorandum bestimmt. Später werden sie durch die Hauptversammlung gewählt. Sie sind dem registrar of companies zu melden und im Briefkopf sowie in anderen Drucksachen der Gesellschaft aufzuführen (3).

Im Gegensatz zu früheren Vorschriften (4) geht heute das Gesetz nicht davon aus, daß die Direktoren eine aktienmäßige Beteiligung (share qualification) besitzen. Auch die London Stock Exchange macht es nicht mehr wie früher zur Bedingung für die Börsenzulassung, daß die Direktoren Aktionäre der von ihnen geleiteten Gesellschaft sind (5).

Dessenungeachtet wird aber in den Articles fast aller Investmentgesellschaften verlangt, daß die Direktoren eine bestimmte Summe des Aktienkapitals zeichnen, einzahlen und während ihrer Amtszeit behalten. Der Grund ist naheliegend: das persönliche Interesse des Direktors soll mit dem Gesellschaftsinteresse stärker verknüpft werden.

Kommt der Direktor einer derart bestehenden Verpflichtung nicht innerhalb von 2 Monaten nach, so verliert er sein Amt (6).

Weiterhin sehen die Articles gewöhnlich noch andere Gründe für das Ausscheiden eines Direktors vor, insbesondere bei längerem Fernbleiben von Direktionssitzungen oder bei geistiger Krankheit (7). Außerdem kann nach sec. 184 des Companies Act 1948 ein Direktor jederzeit durch einfachen Mehrheitsbeschluß der Hauptversammlung abgesetzt werden.

Üblicherweise treten bei Investmentgesellschaften jährlich ein Drittel der Direktoren zurück. Es besteht jedoch die Möglichkeit, sie wiederzuwählen (8).

(1) sec. 176

(2) Bruppacher, S. 129

(3) Companies Act 1948, sec. 200, 201

(4) Companies Act 1929, Table A art. 66

(5) vgl. Gower, S. 120

(6) Companies Act 1948, sec. 182

(7) Companies Act 1948, Table A art. 88

(8) Companies Act 1948, Table A art. 89-95

Die Direktoren der Investmentgesellschaften kommen zumeist aus wirtschaftsverwandten Unternehmen, aus Banken, anderen Trustgesellschaften, Maklerbüros oder befreundeten Firmen. Häufig sind sie auch in mehreren Unternehmungen gleichzeitig tätig (1). Dies ist ihnen zwar nach den Articles meistens ausdrücklich unbenommen; wenn es sich aber um Geschäfte der Gesellschaft handelt, aus denen ein Direktor infolge seiner Zugehörigkeit zu anderen Unternehmen einen Vorteil ziehen kann, so hat er seine anderweitigen Interessen zu offenbaren und darf in dieser Sache nicht mitwirken (2) (3).

Die Direktoren, die einen Vorsitzenden (chairman of the board) zu wählen haben, beschließen in gemeinsamen Sitzungen. Sie stellen für Anberaumung, Verlauf und Beschlußfähigkeit dieser Sitzungen selbst die Geschäftsordnung auf.

Fast alle Investmentgesellschaften ermächtigen das Direktorium, aus ihren Reihen ein oder mehrere Mitglieder zu geschäftsführenden Direktoren (managing directors) zu ernennen und diesen nach Gutdünken einen Teil ihrer eigenen Befugnisse und Vollmachten zu übertragen (4).

Auf diese Weise wird in der Praxis die Verwaltung ausschließlich von den managing directors wahrgenommen, während die ordinary directors lediglich zu den Sitzungen erscheinen und mehr beratende Funktionen ausüben.

Der managing director braucht nicht turnusmäßig auszuscheiden (5). Er erhält eine besondere Vergütung.

Im übrigen können die Gehälter der Direktoren von vornherein oder nach

-
- (1) Linhardt hat auf S. 95 ff. 6 Gruppen aufgestellt, in denen jeweils mehrere innerlich zusammengehörende Investmentgesellschaften zusammengefaßt sind. In diesen 6 Gruppen waren 138 Direktoren vertreten, die insgesamt 415 Direktionssitze hatten, davon 288 Sitze innerhalb und 127 Sitze außerhalb der jeweiligen Gruppe (S. 104). Mit diesen und weiteren Feststellungen wird nachgewiesen, daß z. Zt. der Untersuchung wenige Personen eine Vielzahl von Investmentgesellschaften beeinflussten und dadurch eine überaus starke Verflechtung herbeiführten.
- (2) Companies Act 1948, Table A art. 84 (2)
- (3) Ob auf diese Weise wirksam vermieden werden kann, daß eine Investmentgesellschaft über einen Direktor in die Abhängigkeit von fremden Unternehmen gerät, wie Knoblich (S. 35) meint, erscheint mehr als fraglich.
- (4) vgl. Companies Act 1948, Table A art. 109
- (5) vgl. Companies Act 1948, Table A art. 107

Gesellschafterbeschluß pauschal festgesetzt werden oder aber sie bemessen sich prozentual nach dem jährlichen Gewinn. Vielfach findet sich auch bei den britischen Gesellschaften eine Verbindung von beiden Möglichkeiten (1).

Es ist bereits an früherer Stelle (2) darauf hingewiesen worden, daß die Befugnisse der Direktoren einer Investment Company Ltd. gegenüber denen der trustees bei einem Common Law Trust praktisch nicht geringer sind. Die Satzungen haben die Macht der Direktoren meistens so vergrößert, daß ihnen fast unbeschränkte Verfügungsgewalt hinsichtlich des Gesellschaftsvermögens nach innen und außen zusteht. Sie können normalerweise alle Handlungen durchführen, die nach dem Memorandum mit dem Unternehmenszweck in Einklang stehen.

Wenn ein Direktor über seine Befugnisse hinaus ein Geschäft abschließt, das aber im Rahmen des Memorandum liegt, so kann der Mangel an Vertretungsmacht nachträglich geheilt und durch das zuständige Gesellschaftsorgan genehmigt werden. Das ultra vires-Prinzip greift hier nicht ein (3), denn ultra vires bezieht sich nur auf die rechtlichen Grenzen, die der Gesellschaft selbst durch die Statuten gesetzt sind (4) (5).

Die Befugnisse der Hauptversammlung treten demgegenüber weit zurück und beschränken sich im wesentlichen auf lebenswichtige Entscheidungen.

Somit ist eine englische Investment Company Ltd. ganz auf das Direktorium ausgerichtet. An den Fähigkeiten, der Lauterkeit und auch den Beziehungen seiner Mitglieder liegt es allein, ob der Gedanke des Investment-sparens erfolgreich verwirklicht wird. Für die Kapitaleinleger, die Anteile einer solchen Gesellschaft erwerben, sollte es also von ausschlaggebender Bedeutung sein, ob ihnen bei den Direktoren die entsprechenden Qualitäten gewährleistet erscheinen.

Nach Linhardt (6) haben Leiter großer britischer Investmentunternehmen selbst geäußert, das Wohl und Wehe einer Investmentgesellschaft hänge in höherem Maße als bei jeder anderen Gesellschaft von den Persönlichkeiten ab, die im Direktorium sitzen; der Erwerb eines share bedeute so viel wie die Aushändigung eines Blankoschecks an die Direktoren.

(1) vgl. Linhardt. S. 63/64

(2) s. S. 49

(3) wie Knoblich, S. 29, annimmt

(4) vgl. Gower, S. 78

(5) vgl. auch Kronstein in RabelsZ 21 S. 479/480, der dargelegt, daß die ultra vires-Lehre an sich, insbesondere soweit Verträge mit Dritten in Frage kommen, ziemlich wirkungslos geworden ist.

(6) aaO., S. 70

Dieser Umstand wird vielfach mit dem Argument gerechtfertigt, daß die Eigenart und wirtschaftliche Zweckbestimmung eines Investmentunternehmens naturgemäß einen derart weiten Spielraum für die Entscheidungen des Direktoriums erfordere. Zu dieser grundsätzlichen, nicht nur bei britischen Investmentunternehmen aufgeworfenen Frage soll später ausführlicher Stellung genommen werden.

Die Pflichten eines director lassen sich allgemein unter zwei Begriffe des englischen Gesellschaftsrechts bringen : "fiduciary duties of loyalty and good faith" und "duties of care and skill" (1).

Die Treupflichten gegenüber der Gesellschaft ähneln denen, die auch trustees gegenüber den beneficiaries einzuhalten haben. Dazu gehört vor allem, daß der director bei seiner Tätigkeit das Interesse der Gesellschaft wahrzunehmen hat.

Die zweite Kategorie deckt sich inhaltlich weitgehend mit dem, was nach unserem Sprachgebrauch unter "Sorgfaltspflichten eines ordentlichen Kaufmanns" verstanden wird (2).

Falls der director eine Pflichtverletzung begeht, kann er nach den allgemeinen Grundsätzen des common law und equity zur Verantwortung gezogen werden, insbesondere haftet er also auf Schadensersatz (3).

Das Klagerecht steht in erster Linie der Gesellschaft selbst zu (4). Die Prozeßführungsbefugnis fällt unter die Zuständigkeit des board of directors. Wenn jedoch das Direktorium kein Gerichtsverfahren anhängig machen kann oder will (was aus naheliegenden Gründen oftmals der Fall sein wird), geht die Prozeßführungsbefugnis auf die Hauptversammlung über. In der Praxis hat sich die Gewohnheit herausgebildet, daß dann irgendjemand, der mit der Gesellschaft verbunden ist, in ihrem Namen Klage erhebt. Wird sein Recht dazu bestritten, wird das Gerichtsverfahren ausgesetzt, bis die Hauptversammlung einen Beschluß herbeiführt, ob das Verfahren fortgesetzt werden soll oder nicht.

(1) vgl. Gower, S. 472 ff.

(2) Als grundlegende Begriffsbestimmung zitiert Gower, S. 498/499, die Entscheidung in re City Equitable Fire Insurance Co. (1925), in der an diese Sorgfaltspflichten ziemlich geringe Anforderungen gestellt werden.

(3) vgl. Gower, S. 500 ff.

(4) hierzu und zum Folgenden Gower, S. 527 ff., mit reichhaltiger Zusammenstellung von Gerichtsentscheidungen.

An Stelle der Gesellschaft selbst kann unter bestimmten Voraussetzungen auch ein einzelner Aktionär als Kläger auftreten, insbesondere wenn er in seinen persönlichen Rechten berührt wird.

Abgesehen vom Klagewege bietet der Companies Act seit 1948 zwei weitere und häufig wirksamere Möglichkeiten, bei einer Fehlleitung vorzugehen.

Einmal kann nach sec. 210 jeder shareholder besondere gerichtliche Anordnungen erwirken, sofern z.B. wegen dauernder geschäftsschädigender Verwaltung ein Tatbestand vorliegt, der eine gerichtliche Auflösung der Gesellschaft (nach sec. 222) rechtfertigen würde. Durch einen solchen Gerichtsbeschluß kann jede Maßnahme durchgesetzt werden, welche geeignet ist, die Mißstände zu beseitigen.

Zum anderen kann der Board of Trade einschreiten, falls mindestens 200 shareholders oder shareholders mit 10% des issued capital dies beantragen (1). Er muß einschreiten, wenn ein dahingehender 3/4-Mehrheitsbeschluß oder eine gerichtliche Anordnung erwirkt wird (2). Der Board of Trade ernennt inspectors (3), welche die Gesellschaft untersuchen und über ihre Angelegenheiten berichten.

Dies kann für die Gesellschafter auf mehrfache Weise von Nutzen sein. Sie bekommen über sie interessierende geschäftliche Vorgänge genauere Informationen, die ihnen bis dahin möglicherweise vorenthalten wurden. Entweder genügt schon die Aufdeckung von Mißständen, um ähnliches für die Zukunft zu verhindern, oder es wird Material zutage gefördert, das eine Handhabe für anderweitige Maßnahmen bietet.

4. Die Rechtsstellung der shareholders

Nach ss. 110 - 123 des Companies Act von 1948 ist jede Limited Company verpflichtet, ein Register ihrer Mitglieder zu führen, in dem alle shareholders namentlich aufzuführen sind. Falls in den Articles nicht etwas anderes bestimmt ist, muß die Gesellschaft innerhalb von 2 Monaten nach der ersten Zuteilung oder einer Übertragung des Anteils dem Berechtigten ein share certificate ausstellen und übergeben (4).

(1) Companies Act 1948, sec. 164

(2) Companies Act 1948, sec. 165

(3) in diesen und weiteren Fällen (ss. 172, 173)

(4) Companies Act 1948, sec. 80

Dieses Zertifikat ist nicht negotiabel (1) und kein Wertpapier wie eine deutsche Aktie. Vielmehr dient es nur als prima-facie-Beweismittel hinsichtlich der Rechte, die das Mitglied entsprechend seinen Anteilen an der Gesellschaft hat (2). Die Rechte eines certificate holder folgen also nicht aus dem Papier.

Die Mitgliedschaft kommt, abgesehen von der Beteiligung an der Gründung und durch Unterzeichnung des Memorandum selbst, durch vertragliche Vereinbarung (agreement) zwischen der Gesellschaft und dem Interessenten zustande.

In der Praxis stellt nach der öffentlichen Zeichnungsaufforderung die Zeichnung (application) das Angebot und die Zuteilung (allotment) des Anteilsrechtes die Annahme dar. Zusätzlich ist aber in jedem Fall die Eintragung im Gesellschaftsregister erforderlich (3).

Eine Übertragung des Mitgliedschaftsrechts ist in der in den Articles vorgesehenen Weise möglich (4). Dabei muß eine schriftliche Übertragungserklärung (transfer) ausgestellt werden. Mitunter ist die Befugnis zur Übertragung eingeschränkt und bedarf z. B. der Zustimmung des Direktoriums. Die Übertragung ist erst mit Umschreibung im Register wirksam. Erst wer dort eingetragen ist, besitzt die vollberechtigte Mitgliedschaft.

Die Rechtsnatur eines share ist schwierig zu bestimmen (5). Nähere Untersuchungen hierüber können im Rahmen dieser Arbeit nicht angestellt werden. Für die Rechtsstellung der shareholders ist aber der Umstand bedeutsam, daß auch ein share nicht das Miteigentum am Gesellschaftsvermögen beinhaltet. Die shareholders einer Investment Company sind also keine Miteigentümer der Kapitalanlagen, welche das Hauptvermögen des Unternehmens bilden. Insoweit besteht kein Unterschied zu der Rechtsstellung von Zertifikatsinhabern bei Common Law Trusts. Dort befinden sich allerdings die Effekten im Eigentum von Dritten, nämlich der trustees, während sie hier der juristischen Person gehören, deren Mitglieder die shareholders sind.

Die Mitgliedschaftsrechte der shareholders umfassen wie im kontinentalen Aktienrecht als Vermögensrechte das Recht auf Anteil am Gewinn und gegeb-

(1) vgl. Curti, S. 25

(2) vgl. Companies Act 1948, sec. 81

(3) vgl. Companies Act 1948, sec. 26

(4) vgl. Companies Act 1948, ss. 73 ff.

(5) vgl. hierzu Gower, S. 319 ff.

nenfalls am Liquidationserlös sowie bestimmte Verwaltungsrechte.

Grundsätzlich spricht die Vermutung dafür, daß alle shares einer Gesellschaft mit den gleichen Rechten ausgestattet sind (1). Sollen verschiedenartige Kategorien geschaffen werden, muß dies in den Ausgabebedingungen zum Ausdruck kommen.

Die Investmentgesellschaften machen meistens von der Möglichkeit Gebrauch, sowohl ordinary shares als auch preference shares auf dem Markt unterzubringen. Hierbei besteht ein weiter Spielraum, wie sich die Bevorzugung im Einzelfall auswirken soll.

Als wichtigster Unterfall ist die Regelung üblich, daß die Inhaber von preference shares eine fixe Vorzugsdividende erhalten und das Recht auf vorzugsweise Rückgabe ihres Kapitaleinsatzes im Liquidationsfall, ohne an dem Wertzuwachs des Vermögens beteiligt zu werden (2).

Die Inhaber der ordinary shares erhalten dann den übriggebliebenen Teil des Gewinns bzw. des Kapitals. Ihre Dividende bzw. ihr Liquidationsanteil kann also höher sein; andererseits tragen sie das Risiko, daß der Geschäftserfolg nur eine geringere Ausschüttung erbringt.

Die Vorzugsdividende ist durchwegs kumulativ, d.h. falls sie in einem Jahr wegen ungünstiger Ertragslage nicht gezahlt werden kann, muß sie in späteren Jahren so bald wie möglich nachgeleistet werden (3).

In Anbetracht dieser Besonderheit ist verständlich, daß sich Investment Companies in den ersten Entwicklungsjahren nach ihrer Gründung gewöhnlich noch mit der Ausgabe von Vorzugsanteilen zurückhalten. Denn eine Verpflichtung zu fixer Dividende könnte die anfängliche Dividendenpolitik - vor allem auch in Hinblick auf die Reservenbildung - allzusehr belasten. Erst bei späteren Emissionen tragen sie dann dem Wunsche der Sparer nach solcher zinssicherer Kapitalanlage Rechnung.

Vielfach werden die neu ausgegebenen shares erst nach voller Einzahlung der gezeichneten Beträge zerlegt. Dieses nachträgliche splitting, das sich ebenfalls auf eine Bestimmung in den Statuten oder einen Beschluß der Hauptversammlung stützen muß, macht es bequem, beide Kategorien gleichzeitig unterzubringen. Es ist dem einzelnen Zeichner dann anheimgestellt, ob er beide Arten behält und den Vorteil der preference shares, nämlich den

(1) vgl. Gower, S. 325

(2) Auf diese Weise ähneln sie den Obligationen, vgl. Gower, S. 338

(3) vgl. Linhardt, S. 122; auch Gower, S. 342

gesicherten Zins, mit der Aussicht auf Kapitalwert- und Ertragssteigerung bei den ordinary shares verbindet oder ob er auf eine dieser Arten mehr Wert legt und dafür die andere verkauft (1).

Die Verwaltungsrechte umfassen das Recht auf Teilnahme an der Hauptversammlung und das Stimmrecht sowie Auskunfts- und Einsichtsrechte.

Ein general meeting der Mitglieder ist jährlich mindestens einmal abzuhalten (2). Darüber hinaus können auch außerordentliche Hauptversammlungen jederzeit durch das Direktorium einberufen werden (3). Das Direktorium ist dazu verpflichtet, wenn Mitglieder mit mindestens 1/10 aller vorhandenen Stimmrechte dies verlangen (4). Notfalls kann eine Hauptversammlung auch durch das Gericht (5) oder den Board of Trade (6) herbeigeführt werden.

Jeder Anteilinhaber muß rechtzeitig zu der Versammlung eingeladen werden (7).

Die Hauptversammlung bietet den shareholders die einzige, aber wichtige Gelegenheit, die Geschäftspolitik der Company zu kontrollieren. Allerdings legt der Companies Act nicht genau die Befugnisse der Hauptversammlung fest. Er schreibt ausdrücklich nur die Ernennung von auditors (Revisoren) vor (8), welche die Geschäftsführung in regelmäßigen Abständen zu überprüfen haben, namentlich auf die Einhaltung der Statuten, die Verteilung der Anlagen und die Inanspruchnahme von Krediten. Ferner hat die Hauptversammlung das Recht, die Bilanz sowie die Gewinn- und Verlustrechnung zu genehmigen (9).

In der Praxis halten sich auch die Investment Companies außerdem an art. 52 der Table A des Companies Act. Danach sind als weitere Befugnisse der Hauptversammlung vorgesehen, die Dividende festzusetzen, die Berichte der Direktoren und Revisoren zu erörtern und deren Bezüge zu bestimmen.

(1) vgl. Linhard, S. 123/124; Bruppacher, S. 125

(2) Companies Act 1948, sec. 131

(3) " " Table A art. 49

(4) " " sec. 132

(5) " " sec. 135

(6) " " sec. 131 (2) u. (3)

(7) " " sec. 133 enthält dazu ausführliche Bestimmungen

(8) " " sec. 159

(9) " " sec. 148

Besonders kommt den shareholders die Möglichkeit zugute, daß sie über alle sie interessierenden Punkte die Direktoren einer eingehenden Befragung unterwerfen können. Und eine wirkliche Einflußnahme auf das Direktorium ist durch den Umstand möglich, daß gewöhnlich ein Teil der Direktoren ausscheidet und durch Neuwahlen in seinem Amt bestätigt oder endgültig entlassen werden kann.

Im übrigen ist die Hauptversammlung nicht auf die genannten Punkte beschränkt. Vielmehr können aus ihren Reihen weitere Themen zur Sprache und Beschlußfassung gestellt werden (1).

Sofern von einer Gesellschaft verschiedene Kategorien von shares in Umlauf sind, können Beschlüsse über Fragen, welche die Rechte einer bestimmten Kategorie berühren, nur von Inhabern dieser Anteile gefaßt werden (2).

Bei den Investmentgesellschaften sind die Stimmrechte meistens entsprechend den einzelnen Kategorien von shares verschieden geregelt. Manchmal geben die Vorzugsaktien überhaupt kein Stimmrecht oder die Inhaber von ordinary shares besitzen gegenüber den Inhabern von preference shares ein mehrfaches Stimmrecht.

Während nach common law der Inhaber eines share persönlich die Teilnahme an der Mitgliederversammlung und die Ausübung seines Stimmrechtes wahrzunehmen hatte, kann er heute nach dem Companies Act seine Rechte einem Vertreter (proxy) übertragen (3).

Die Abstimmungen erfolgen in erster Linie durch Handerheben; erst auf besonderes Verlangen werden sie mit Hilfe von Stimmzetteln durchgeführt (4).

Die den shareholders eingeräumte Rechtsstellung allein garantiert natürlich noch nicht, daß ihre Interessen genügend gewahrt werden. Der größte Teil der shareholders hält die Mühe, an den Hauptversammlungen teilzunehmen, nicht für lohnend. Außerdem sind gerade auch bei Investmentgesellschaften (5) die geschäftlichen Vorgänge recht kompliziert, und vielen Anteilhabern mangelt es an ausreichendem Sachverstand, um wirklich mitreden zu können. Diese ziehen es dann offenbar vor, lediglich ihr Kapital beizusteuern und den Investmentfachleuten alles weitere zu überlassen.

(1) vgl. Gower, S. 433

(2) vgl. Linhardt, S. 62

(3) Companies Act 1948, Sec. 136

(4) vgl. Ausführlich Gower, S. 449

(5) vgl. hierzu Bruppacher, S. 138

Die Gefahr ist dabei, daß das, was die managers für gut halten, nicht unbedingt für die einzelnen Mitglieder gut ist. Theoretisch hat sich die Gesellschaft zwar dem Willen der Mehrheit zu fügen, aber praktisch wird die Mehrheit fast immer von dem aktiveren und geschickteren management dazu gebracht, ihren Ansichten und Vorschlägen zu folgen. es sei denn, die Mehrheit selbst ist ausnahmsweise auf dem geschäftlichen Tätigkeitsgebiet wohlunterrichtet und in sich fester organisiert.

Zu den Auskunfts-, Mitteilungs- und Einsichtsrechten gehört insbesondere, daß der shareholder bei der Gesellschaft das Register der Aktionäre und das Register der Obligationäre einsehen und Abschriften daraus verlangen kann (1), ferner daß er in die Protokolle über die Hauptversammlungen und die auf ihnen gefaßten Beschlüsse Einblick nehmen kann (2). Außerdem hat er Anspruch darauf, daß ihm mindestens 21 Tage vor Beginn jeder Hauptversammlung die Bilanz mit dem Geschäftsbericht des Direktoriums und dem Prüfungsbericht der Revisoren zugesandt wird (3).

Eine allgemeine Verpflichtung der Investmentgesellschaft, die Verwendung der Kapitalanlagen und Zusammensetzung des Effektenportefeuille im einzelnen bekanntzugeben, besteht nicht. In der Praxis werden jedoch die entsprechenden Angaben zusammen mit anderen Unterlagen häufig veröffentlicht, zumindest wird aber den shareholders die Auskunft hierüber kaum verweigert.

Die Pflichten der shareholders erschöpfen sich wie bei jeder Limited Company gewöhnlich darin, daß die Einlage voll geleistet wird (4).

Im übrigen sind den shareholders auch keine Treupflichten gegenüber der Gesellschaft auferlegt. Sie können sich also ganz von selbststüchtigen Interessen leiten lassen, ob und wenn sie ihre Mitgliedschaftsrechte, vor allem in der Hauptversammlung, ausüben wollen.

(1) Companies Act 1948, sec. 113

(2) Companies Act 1948, sec. 146

(3) Companies Act 1948, sec. 158

(4) Im Gegensatz zur company limited by shares, bei der jedes Mitglied nur bis zur Höhe des Aktienanteils haftet, setzt die company limited by guarantee, deren Form allerdings selten für eine Investmentgesellschaft verwendet wird, die Haftung auf eine bestimmte Garantiegrenze fest, bis zu welcher eine Nachschußpflicht der Mitglieder besteht.

5. Abgrenzung der shareholders von den debenture-holders und Schlußbemerkung

Wie bereits mehrfach erwähnt, machen die Investment Companies meistens von der Möglichkeit Gebrauch, Obligationen (debentures) auszugeben. Sie finden auch regelmäßig genügend Kapitalbesitzer, die ihre Ersparnisse gegen debentures bei Investmentgesellschaften anlegen wollen. Es liegt daher der Gedanke nahe, auch diese Obligationäre als Investmentsparer anzusehen (1).

Der wesentliche rechtliche Unterschied zwischen einem share und einem debenture ist leicht greifbar. Ein share schließt Rechte an der Gesellschaft in sich, ein debenture begründet Rechte nur gegen die Gesellschaft. Ein debenture-holder ist danach kein Anteilinhaber.

Wenn auch hier die rechtlichen Möglichkeiten des Investmentsparens untersucht werden, so ist doch im Auge zu behalten, daß das Investmentsparen ein wirtschaftlicher Vorgang ist und nicht allein mit juristischen Begriffen abgegrenzt werden kann.

Einem Sparer, dem es darum geht, z.B. 1.000 £ anzulegen, ist es wahrscheinlich gleichgültig, ob er sich Mitglied oder Gläubiger einer Gesellschaft nennen kann. Ausschlagend ist für ihn vielmehr, welchen wirtschaftlichen Zweck er mit der Hingabe des Kapitalbetrages verfolgt und welche Bedingungen er erhält. Und in dieser Richtung bestehen doch wesentliche Unterschiede zwischen dem Erwerb eines share und dem Erwerb eines debenture einer Investment Company.

Zwar ist bei der Obligation die mit dem Investmentsparen erstrebte Sicherheit der Kapitalanlage sogar in besonderem Maße gewährleistet (2). Im Falle der Liquidation oder des Konkurses wird der debenture-holder zumindest vor allen shareholders wegen des eingesetzten Betrages und der Zinsansprüche befriedigt. Als Masse dienen dann die Aktiven des Unternehmens. Der

(1) Diesen Schluß hat offenbar Knoblich gezogen, da er sich auf den Seiten 41 ff. ausführlich mit der Rechtsstellung der Obligationäre befaßt. Daß nach sec. 80 des Companies Act v. 1948 genau wie bei shares auch bei debentures Zertifikate ausgegeben werden, rechtfertigt noch keine Gleichstellung ihrer Inhaber, denn es kommt ja gerade auf den Inhalt der Zertifikate an. Wenn im Zusammenhang mit Investmentfonds von Zertifikaten gesprochen wird, meint man stets Anteilscheine.

(2) vgl. im einzelnen Gower, S. 332; Knoblich, S. 43 ff.

Obligationär kommt in solchem Fall auch an das Effektenportefeuille heran, das den Hauptbestand des Investmentunternehmens ausmacht, und es spielt für ihn dann sehr wohl eine Rolle, daß das Portefeuille von vornherein breit gestreut und auch sonst gut fundiert ist.

Dem wirklichen Investorsparierer liegt aber nicht nur daran, sich eine sichere Kapitalanlage mit gleichbleibender Verzinsung zu verschaffen; sonst könnte er auch seine Geldmittel als Kredit irgendeinem anderen Unternehmen mit erstklassigen Sicherheiten zur Verfügung stellen. Er will in erster Linie in verschiedenartigen Wertpapieren sparen, insbesondere in Aktien, mit allen Risiken, aber auch allen Chancen der Ertrags- und Kapitalwertsteigerung. Da seine Mittel nicht für ein eigenes Wertpapierportefeuille ausreichen, in das die für seine Zwecke jeweils günstigsten Effekten aufgenommen werden können, gibt er sein Geld gemeinsam mit Gleichgesinnten in einen großen Fonds, von dem aus in großem Umfang die in Frage kommenden Anlagen unter Beachtung eines gewissen Risikoausgleichs durchgeführt werden.

Zwar ist der shareholder einer Investmentgesellschaft unmittelbar nur an der Company als solcher beteiligt. Mittelbar hat er jedoch dadurch auch an den einzelnen zum Investmentvermögen gehörenden Stücken teil. Je besser und gewinnbringender sie ausgesucht sind, desto mehr wächst sein Anteil an Wert (1).

Zusammenfassend sei festgestellt, daß es sich bei der Investment Company Ltd., streng genommen, nicht um einen Investmentfonds handelt. Die von ihr erworbenen Effekten werden nicht in ein Sondervermögen zusammengefaßt und nicht von den übrigen Aktiven rechtlich getrennt behandelt. Da sie aber gegenüber den relativ geringen Betriebsmitteln den Hauptbestand darstellen, rechtfertigt es sich doch, wirtschaftlich von einem Investmentfonds zu sprechen, der lediglich körperschaftsrechtlich organisiert ist.

Es wurde bereits an früherer Stelle darauf hingewiesen, warum sich diese Rechtsform in den angelsächsischen Ländern durchgesetzt hat. Hier bestehen auch - im Gegensatz zum deutschen Aktienrecht - wegen der größeren Beweglichkeit der Kapitalausstattung und der steuerrechtlichen Bestimmungen keine grundlegenden Schwierigkeiten, durch die körperschaftrechtliche Lösung die Ziele der Investmenttätigkeit zu verwirklichen.

(1) vgl. hierzu auch Kilgus, S. 58, der ausführt, daß nur die Stammaktionäre eigentliche Nutznießer der Investmenttätigkeit einer Company Ltd. sind.

III. Industrial and Provident Society

Diese Rechtsform ist mit der deutschen Genossenschaft vergleichbar. Sie hat besonders im Groß- und Einzelhandel Bedeutung erlangt, wird aber seit den 20er Jahren mitunter auch für Investmentzwecke verwendet (1).

Solche Organisationen werden unter dem Industrial and Provident Societies Act von 1893 (2) errichtet und sind bei dem Registrar of Friendly Societies anzumelden. Ihre Hauptaufgabe soll darin bestehen, das Wohl ihrer Mitglieder zu fördern. Sie sollen "industrial" in dem Sinne sein, daß sie durch gegenseitige persönliche Anstrengungen ihrer Mitglieder Gewinn erzielen, und "provident" in dem Sinne, daß sie Vorsorge für die Zukunft ihrer Mitglieder treffen (3).

Die Vorzüge einer Industrial and Provident Society als kooperativer Vereinigung liegen insbesondere auf steuerrechtlichem Gebiet (4). Ferner tragen sie auch den Wünschen des kleinsten Investors Rechnung, da sie schon geringe Beteiligungen, etwa von 1 Shilling an, ermöglichen. Die Höchstgrenze, bis zu welcher der Einzelne Beteiligungen erwerben kann, liegt bei 500 £ (5). Im Gegensatz zu einer company hat bei Beschlüssen jedes Mitglied, unabhängig von der Kapitalhöhe, nur 1 Stimme.

Die Industrial and Provident Society gibt ebenfalls shares aus, und es steht ihr frei, auch Obligationen zu emittieren. Die Anteile werden jedoch nicht an der Börse gehandelt. Sie können nur bei Erwerb der Mitgliedschaft gezeichnet werden und sind bar einzuzahlen.

Bei der Industrial and Provident Society liegt die Kapitalsumme nicht fest. Sie kann ständig fluktuieren und erhöht sich mit jeder Zeichnung bei Ausgabe neuer shares. Auch können shares von der Society zurückgenommen werden. Es ist also den in diese Rechtsform gekleideten Investmentunternehmen ohne weiteres möglich, nach dem open-end-Prinzip zu arbeiten.

Auch hier ist die Haftung der Mitglieder auf ihre shares beschränkt. Für die Rechtsstellung der shareholders ist bestimmend, daß das Anlagevermögen einem trustee übertragen wird, also auch in dessen Eigentum steht. Daraus

(1) vgl. Linhardt, S. 61

(2) 56 & 57 Vict. c. 39, letzte Ergänzungen 1952 u. 1954

(3) vgl. Gower, S. 222

(4) Eingehende Ausführungen darüber finden sich im Final Report of Royal Commission of Taxation, zitiert bei Gower, S. 223.

(5) Die Höchstgrenze wurde durch den Industrial and Provident Societies Act 1952 (15 & 16 Geo. c. 6 & 1 Eliz. 2 c. 17) von 200 £ auf 500 £ heraufgesetzt.

folgt, daß die Rechte der shareholders weitgehend nach den Grundsätzen des angelsächsischen Treuhandrechts zu beurteilen sind und im wesentlichen wie bei einem Common Law Trust ausgestaltet sind (1).

Der auf dem Genossenschaftsprinzip beruhende Gedanke, jederzeit Mitglieder aufzunehmen und ausscheiden zu lassen, begegnet gerade bei Investmentunternehmen allerdings einigen Schwierigkeiten. Wenn nämlich der Wert des Anlagevermögens gestiegen ist, so würden die bisherigen Mitglieder durch die Aufnahme neuer Mitglieder geschädigt, wenn diesen auch die auf das ursprüngliche Kapital erzielten Gewinne zugute kämen. Um dieses Ergebnis zu vermeiden, ging man in der Praxis dazu über, die gesamten Erträge so bald wie möglich auszuschütten und von Reservenbildungen abzusehen, die ja doch mit den hinzukommenden Mitgliedern geteilt werden müßten. Zwar ließe sich auch durch differenzierte Berechnung der Eintrittsgebühr nach dem jeweiligen Wert des Effektenbestandes eine Lösung finden; doch verträgt sich diese Methode schwerlich mit dem Charakter einer Genossenschaft (2).

Die allzu weitgehenden Dividendenausschüttungen, die hohen Vergütungen für die Geschäftsleitung und auch die vielfach spekulative Anlagepolitik der ersten Investmentunternehmen dieser Art (3) wurden in der britischen Wirtschaftspresse scharf kritisiert. Zwar sind die Industrial and Provident Societies ebenfalls zur öffentlichen Berichterstattung verpflichtet, aber nicht in dem Umfang, wie es in dem Companies Act vorgeschrieben ist.

Eine strengere Überwachung auch der als Industrial and Provident Societies organisierten Investmentunternehmen hat der bereits an früherer Stelle (4) erwähnte Prevention of Fraud (Investments) Act von 1939 bzw. 1958 mit sich gebracht. Nach sec. 10 darf der registrar eine Genossenschaft nur eintragen, wenn er zu der Überzeugung gelangt ist, daß es sich um eine "bona fide co-operative society" (5) handelt oder - weil eine solche society haupt-

(1) vgl. Knoblich, S. 46

(2) vgl. Bruppacher, S. 113

(3) zu denen insbesondere die Davies-Gruppe mit den First, Second, Third und Fourth Co-operative Investment Trusts gehörte - vgl. dazu Bruppacher, S. 110

(4) s. S. 42

(5) vgl. dazu die Definition in sec. 10 (3): "the expression 'co-operative society' does not include a society which carries on, or intends to carry on, business with the object of making profits mainly for the payment of interests, dividends or bonuses on money invested or deposited with, or lent to, the society or any other person."

sächlich zwecks Verbesserung der Lebensbedingungen der Arbeiterklassen oder sonst zum Wohle der Allgemeinheit betrieben werden soll - besondere Gründe vorliegen, warum sie besser dem Recht der Industrial and Provident Societies als dem Companies Act unterstellt wird (1). Außerdem ist der registrar befugt, gegen bereits bestehende societies vorzugehen, die dem Geist dieser Bestimmungen zuwiderhandeln.

Durch diese Einschränkungen ist es also von Gesetzes wegen nur noch unter bestimmten Voraussetzungen möglich. Jaß für eine Investmenttätigkeit die hier behandelte Rechtsform verwendet wird. Die Nachteile eines genossenschaftlichen Zusammenschlusses sind auch selten durch seine Vorzüge aufgewogen, so daß sich kaum noch Investorsparer für eine Kapitalanlage gerade über eine Industrial and Provident Society interessieren.

B. Die Rechtsverhältnisse bei US-amerikanischen Investmentfonds

I. Trusts

1. Vorbemerkung

Das amerikanische Recht basiert auf dem von England übernommenen common law. Obwohl es in verschiedener Hinsicht bei der Weiterbildung selbständige Wege gegangen ist, hat es im wesentlichen doch eine starke Ähnlichkeit mit den Einrichtungen des englischen Rechts beibehalten.

Dies gilt auch für die trusts. Im Folgenden soll es nur darauf ankommen, die hauptsächlichsten Besonderheiten hinsichtlich ihrer Ausgestaltung und der Rechtsstellung der Anteilinhaber aufzuzeigen.

Nachdem in England der Common Law Trust jahrzehntelang nicht mehr für Investmentzwecke verwendet wurde, hat er in den USA schon bald auf diesem Gebiet zunehmende Verbreitung gefunden. Bereits die vor dem Ersten Welt-

(1) vgl. Prevention of Fraud (Investments) Act sec. 10 (2) - (7)

krieg gegründeten Investmentfonds haben die Treuhandform angenommen. Wie bereits früher (1) erwähnt, hat dann die rechtliche und tatsächliche Entwicklung auch auf die britischen Verhältnisse selbst zurückgewirkt.

Aus dem Common Law Trust sind in den USA zwei Erscheinungsformen hervorgebracht worden: der Massachusetts Trust (oder Business Trust) und der Contractual Trust (oder Indenture Trust). Beide sind unter den Investment Trusts vertreten.

2. Massachusetts Trust

a) Aufbau

Massachusetts Trusts sind in den 90er Jahren des vorigen Jahrhunderts entstanden. Sie wurden ursprünglich errichtet, um Grundstückshandel zu betreiben. Da corporations mit solchem Unternehmenszweck verboten waren, sah man im Trust eine geeignete Rechtsform, die körperschaftsähnlich ausgebaut werden konnte, aber keine eigentliche Körperschaft war.

Dieser business trust wurde in den USA allgemein gerichtlich anerkannt und durch zahlreiche Entscheidungen weitergebildet. Er fand zuerst im Staate Massachusetts, von wo er seinen Namen erhielt, später auch in anderen Staaten eine gesetzliche Regelung.

Sein Anwendungsbereich erstreckt sich mittlerweile auf eine Vielzahl von Geschäftszweigen, u. a. auch vorübergehend auf die Zusammenfassung großer Monopole, wie Standard Oil Trust (2). Unter den Investmentunternehmen hat auch eines der größten und typischsten amerikanischen Unternehmen - der International Securities Trust of America - diese Rechtsform gewählt (3).

Der Massachusetts Trust kommt in seinem Aufbau der amerikanischen Aktiengesellschaft (corporation) ziemlich nahe und kann sich dessen Vorteile zu eigen machen, ohne jedoch die hauptsächlichen Wesenszüge des Common Law Trust zu verlassen.

(1) s. S. 49

(2) vgl. Roth, S. 173 ff., 250 ff., Bruppacher, S. 162

(3) Robinson, S. 125 und Chapter XV

Robinson (1) kennzeichnet ihn durch folgende Punkte :

1. Ein deed oder declaration of trust wird aufgestellt, in dem die Rechte und Befugnisse der trustees und der Anteilinhaber festgelegt sind.
2. Die Verantwortlichkeit wird von zwei oder mehr trustees getragen. Sie sind ermächtigt, das von den shareholders eingebrachte Kapital, Geschäft oder Eigentum zu übernehmen und zu verwalten.
3. An die shareholders werden übertragbare Zertifikate ausgegeben, die ihre anteiligen Rechte auf den laufenden Gewinn sowie auf das Vermögen im Liquidationsfall repräsentieren.
4. Es werden endgültige Vereinbarungen über alle grundlegenden Angelegenheiten getroffen, wie Gewinnverteilung, Besetzung freigewordener trustee-Posten und Methoden der Auflösung, wenn der trust endigt.

Der trust ist in der Lage, die gleichen Effekten wie eine corporation zu emittieren, einschließlich common und preference shares. Außerdem kann er auch im Wege des Kredits Kapital aufnehmen, wobei er natürlich in jedem Fall an die Bestimmungen des deed gebunden ist (2).

Wesentlich ist ferner, daß die beneficiaries eines Massachusetts Trust nicht für die geschäftlichen Transaktionen haftbar gemacht werden können. Ihre Haftung ist auf ihre Anteile am Trustvermögen beschränkt.

Die trustees selbst haben das Recht, ihre Haftung Dritten gegenüber in dem trust deed einzuengen. Sie müssen allerdings bei Rechtsgeschäften mit Dritten eine solche Haftungsbeschränkung erkennen lassen (3). Die Gläubiger können sich in diesem Fall zur Befriedigung ihrer Ansprüche nur an das Trustvermögen halten. Die Haftung eines trustee ist allerdings dann nicht auszuschließen, wenn er sich betrügerischer Machenschaften schuldig macht.

Gegenüber einer corporation ist der Massachusetts Trust nicht an die strengen Aktiengesetze gebunden; dadurch können die trust agreements freizügiger ausgestaltet werden. Es kann als Rechtsinstitut des common law seinen Tätigkeitsbereich über alle Einzelstaaten ausdehnen, während die unter dem Recht eines bestimmten Staates zugelassene corporation zur Ausübung ihrer Geschäfte in einem anderen Staat dessen Genehmigung braucht. Ferner ist ein trust nicht zur Berichterstattung an die Behörden verpflichtet. Auch ist die Liquidation eines trust einfacher als bei einer corporation und

(1) S. 127

(2) vgl. Robinson, S. 42, 128 ff.

(3) vgl. Goldschmidt, S. 41; Roth, S. 174

erfordert keine langwierigen und kostspieligen gerichtlichen Maßnahmen.

Die trustees können sich noch einen weiteren Vorteil zunutze machen, den das Recht der corporations nicht kennt. Sie können sich bei der Durchführung ihrer Aufgaben an die Gerichte wenden und um deren Unterstützung bei der Klärung rechtlicher Zweifel nachsuchen. Wenn die trustees die daraufhin erteilten Anordnungen eines Gerichts befolgen, sind sie im voraus der Rechtmäßigkeit ihres Handelns sicher (1).

Wenn es auch formalrechtlich möglich war, durch die Entwicklung des Massachusetts Trust die Vorteile eines trust mit denen der corporation zu verbinden, so fehlte es doch in manchem Staat nicht an Bemühungen, die Verwendung der Trustform für kommerzielle Zwecke zu erschweren. Die gegenüber einer corporation größere Ungebundenheit sollte z. B. dadurch vermieden werden, daß Staatsbehörden und Gerichte sie unter den "blue sky laws" (2) wie eine corporation behandelten (3).

Gerade die Freizügigkeit, die mangelnde Kontrolle der Geschäftsleitung und steuerliche Erwägungen dürften dazu beigetragen haben, daß bis in die 30er Jahre das breite anlagesuchende Publikum den Massachusetts Trust-Unternehmen noch mit einem gewissen Mißtrauen begegnete.

Solche Bedenken (4) sind allerdings heute weitgehend überholt, jedenfalls soweit die Investmenttätigkeit in Frage steht. Inzwischen sind in Bezug auf Investmentunternehmen eine Reihe strenger Schutzbestimmungen erlassen worden, die auch diese Trustform allen notwendig erscheinenden Regelungen unterwerfen und Mißbräuche verhindern (5).

b) Die Rechtsstellung der Anteilinhaber

Wie beim englischen Common Law Trust wird auch hier die Rechtsstellung der Anteilinhaber entscheidend dadurch bestimmt, daß das in den Fonds eingebrachte und angelegte Kapital ins Eigentum der trustees übergeht. In Bezug auf die Rechte der shareholders am Trustvermögen bestehen also keine wesentlichen Unterschiede.

Die Gewinnansprüche können ebenfalls durch Ausgabe von common und von

(1) vgl. zum Vorstehenden Robinson, S. 136

(2) s. S. 23

(3) vgl. Robinson, S. 137

(4) wie sie bei Goldschmidt, S. 44, und auch noch bei Knoblich, S. 56/57, zum Ausdruck kommen

(5) Darüber ausführlicher unten S. 80 ff.

preference shares verschieden geregelt sein. Eine Besonderheit bietet der trust gegenüber den corporations, die nach den gesetzlichen Vorschriften dann keine Dividende auszahlen dürfen, wenn das Grundkapital nicht mehr vollständig vorhanden ist oder durch die Dividendenausschüttung in Anspruch genommen werden muß (1).

Bei dem trust gibt es regelmäßig ein Recht auf Auszahlung des Gewinns, selbst wenn es sich dabei nur um die für den Fonds vereinnahmten Zinsen und Dividenden handelt, im übrigen aber durch Kursrückgänge eine Wertminderung des Trustvermögens unter das ursprünglich eingesetzte Kapital eingetreten ist.

Ob diese Regelung einen Vorteil darstellt (2), muß fraglich erscheinen. Jedenfalls dann, wenn das eingesetzte Kapital nicht nur buchmäßig, sondern durch tatsächliche Verluste geschmälert ist, wird man eine solch weitgehende Dividendenpolitik im Endergebnis als für den Investmentsparer nachteilig anzusehen haben (3).

Zu den Rechten der Anteilinhaber können auch bei einem Massachusetts Trust gewisse Herrschaftsrechte gehören. Bei einigen trusts haben sie die Befugnis, jährlich die trustees zu wählen. Andere trust agreements sehen die Bestellung der trustees auf Lebenszeit vor. Goldschmidt (4) nennt auch ein Beispiel, bei dem ein trustee durch einstimmigen Beschluß der anderen im Amt befindlichen trustees abberufen und ersetzt werden kann. Diese Methode des "self-perpetuating" schaltet den Einfluß der shareholders auf die Verwaltung vollständig aus.

(1) vgl. zu diesem Abschnitt insbes. Robinson, S. 138

(2) wie Goldschmidt, S. 43, und Knoblich, S. 57, meinen

(3) so auch Baum, S. 171. Der dort in diesem Zusammenhang gebrauchte Ausdruck "Grundkapital" ist allerdings ungenau, da der Investmentfonds nicht über einen starren Kapitalbetrag verfügt, sondern einerseits durch Aufnahme neuer Einlagen und andererseits durch die Zurückgabe alter Einlagen sowie durch den wechselnden Kurswert des Effektenbestandes dauernden Schwankungen unterliegt. Von einer Minderung des Kapitals kann man erst dann sprechen, wenn nach Ablauf eines bestimmten Zeitraumes der Kurswert aller Effekten niedriger als ihr Anschaffungswert ist.

(4) aaO., S. 42

3. Contractual Trust

a) Aufbau

Diese Trustform ist - wie schon ihr Name sagt - auf eine rein vertragliche Grundlage gestellt. Sie führt rechtlich kein Eigenleben. Es kommt dabei nicht einmal zu einer körperschaftsähnlichen Organisation. Vielmehr werden Verträge auf treuhänderische Verwahrung von Wertpapieren für eine größere Zahl von Kapitaleinlegern abgeschlossen, deren Rechte in Zertifikaten verbrieft werden (1).

An diesen Verträgen sind 3 Parteien beteiligt :

1. Der depositor (creator oder organizer) schafft die Grundlagen des trust.
2. Der trustee übernimmt vom depositor den das Trustvermögen bildenden Effektenbestand zu treuhänderischem Eigentum und verwahrt ihn zugunsten
3. der certificate holders, die jeweils mit dem depositor Einzelverträge abgeschlossen haben.

Wie bei den sonstigen trusts ist auch hier der trustee Eigentümer des Fondsvermögens. Ein Unterschied liegt jedoch darin, daß die Geschäftsführung nicht vom trustee, sondern vom depositor wahrgenommen wird. Der trustee hat bei der Abwicklung seiner Aufgaben im Rahmen des Trustvertrages die Anordnungen des depositor zu befolgen.

Während als trustee gewöhnlich eine Trust Company (2) tätig wird, kann der depositor eine Einzelperson oder jedes mit entsprechenden Fachkräften besetzte Unternehmen gleich welcher Rechtsform sein. In den meisten Fällen handelt es sich bei dem depositor um Spezialunternehmen, die eigens zur Verwaltung des einen oder mehrerer Effektenfonds gegründet werden.

Es besteht also eine klare Trennung zwischen dem Investmentfonds und der eigentlichen Investmentgesellschaft, welche die Kapitalanlage betreibt.

Der depositor bezieht die Vergütung für seine Tätigkeit hauptsächlich daraus, daß er die Anteilscheine an das Publikum verkauft und dabei für sich einen Aufschlag nimmt.

Gegenüber den certificate holders hat der depositor nur für die Erfüllung seiner vertraglichen Pflichten einzustehen und insoweit ihre Interessen wahr-

-
- (1) hierzu und zum Folgenden insbes. Goldschmidt, S. 44 ff. und Robinson, S. 31 ff.
 - (2) Näheres über solche Gesellschaften findet man bei Roth, S. 210 ff.

zunehmen. Darüber hinaus unterliegt er keinen allgemeinen Rechtsgrundsätzen, wie sie für einen trustee gelten, der gleichzeitig die Verwaltung des Trustvermögens ausübt. Besonders ist dem depositor ein eigennütziges Handeln nicht grundsätzlich verwehrt (1). Um die Anteilinhaber wirksam zu schützen, kommt es also bei dieser Trustart besonders auf eine sorgfältige vertragliche Ausgestaltung an.

In der Praxis sind die Freiheiten des depositor dann nicht beunruhigend, wenn Contractual Trusts - wie es meistens der Fall ist - "fixed" betrieben werden, die Zusammensetzung des Portefeuille also von vornherein festgelegt ist (2).

Obwohl der depositor nicht Eigentümer des Fondsvermögens ist oder Organ des Eigentümers, steht ihm meistens auch das Stimmrecht aus den im trust befindlichen Aktien zu. Es gibt aber auch trusts, bei denen die Inhaber einer bestimmten Mindestanzahl von Zertifikaten selbst das Stimmrecht aus den ihrem Anteil entsprechenden Aktien ausüben können (3).

b) Die Rechtsstellung der Anteilinhaber

Die Rechtsstellung der Anteilinhaber ist bei einem Contractual Trust dadurch gekennzeichnet, daß sich ihre Rechte gegenüber dem trustee, der allerdings nur für die Verwahrung des Treugutes verantwortlich ist, nach den allgemeinen Regeln des common law richten und sie gegenüber dem depositor Ansprüche auf vertragsgemäße Verwendung und Verwaltung der Kapitalanlage haben.

Der Anteilinhaber erhält mit Vertragsabschluß ein Zertifikat, das entweder auf Namen oder auf Inhaber lautet. Ein Namenszertifikat kann durch Übertragung in den Büchern des trustee transferiert werden.

-
- (1) Goldschmidt, S. 47, schreibt in diesem Zusammenhang, der depositor könne z. B. eigene Wertpapiere an den trust verkaufen und beim An- und Verkauf von Effekten Zwischengewinne für sich erzielen, sofern die Verträge nicht ausdrücklich etwas Gegenteiliges festlegen. Dieses Beispiel, das auch Knoblich, S. 59, erwähnt, trifft allerdings seit Inkrafttreten des Investment Companies Act nicht mehr zu, und zwar wegen sec. 17a, siehe unten S. 81.
- (2) vgl. Robinson, S. 67 ff.
- (3) vgl. Goldschmidt, S. 48

Die certificate holders haben regelmäßig keine gemeinsam auszuübenden Rechte. Eine Ausnahme machen manche trusts insofern, als eine Änderung des Trustabkommens zwischen depositor und trustee von der Mehrheit der certificate holders gebilligt werden muß, Bei anderen trusts brauchen die certificate holders selbst in diesem Fall nicht gefragt zu werden (1). Die Zertifikatsinhaber, die nicht mit einer solchen Änderung einverstanden sind, haben dann das Recht, aus dem trust auszusteigen.

Die Möglichkeit, ihre Kapitaleinlage wieder aus dem trust herauszuziehen, steht den Zertifikatsinhabern aber ohnedies fast immer offen. Das "right of redemption" verpflichtet den trust, auf Verlangen vorgelegte Zertifikate zurückzukaufen, und zwar zu ihrem derzeitigen Barwert oder gegen Aushändigung einer entsprechenden Anzahl von Papieren aus dem Portefeuille (2)

II. Corporations

Der überwiegende Teil der amerikanischen Investmentunternehmen ist in der Rechtsform einer corporation organisiert.

Der Grund für die bevorzugte körperschaftsrechtliche Lösung der Investmenttätigkeit dürfte hauptsächlich darin zu erblicken sein, daß die breite Öffentlichkeit, welche zur Beteiligung eingeladen wird, mit dem korporierten Unternehmenstyp und den von ihm ausgegebenen Wertpapieren am vertrautesten ist.

Wie bei der britischen limited company gibt es auch bei der amerikanischen corporation verschiedene Unterarten. Die für Investment Corporations bzw. Investment Trusts incorporated gebräuchliche Form ist die private corporation; sie entspricht der public company ltd. in England und ähnelt der deutschen Aktiengesellschaft (3).

Die Inkorporierung erfolgt normalerweise unter den besonderen Gesetzen der einzelnen Staaten, die zwar in ihren näheren Bestimmungen über Publizität, Bilanz, Steuern usw. voneinander abweichen, aber im wesentlichen auf dem common law basieren.

(1) vgl. das Beispiel bei Robinson, S. 86 f.

(2) vgl. Robinson, S. 53 f., 88 f.

(3) vgl. Baum, S. 172, mit weiteren Literaturhinweisen

Daneben ist es noch möglich, eine corporation unter dem 1919 von dem Bund erlassenen Edge Act zu errichten, der insbesondere den amerikanischen Export durch besondere, erleichterte Gründung von Finanzierungsinstituten fördern sollte. Indes kommt dieser Weg für die Investmentunternehmen weniger in Frage (1).

Es ist naheliegend, daß die Gründer von Investmentgesellschaften solche Staaten bevorzugen, deren Gesetze für ihre Zwecke am vorteilhaftesten erscheinen. Daß sie dorthin den juristischen Sitz der corporation legen, schließt jedoch nicht aus, daß der tatsächliche Wirkungsbereich meistens in den Finanzzentren des Landes zu finden ist.

Bestrebungen zur Vereinheitlichung des amerikanischen Aktienrechts haben zunächst zum Uniform Stock Transfer Act aus dem Jahre 1909 geführt. Er ist für die Mehrzahl der Bundesstaaten verbindlich geworden und regelt den Erwerb und die Übertragung von Wertpapieren (2).

Außerdem ist der Uniform Securities Act von 1956 zu erwähnen, der die Grundzüge der "blue sky laws" weiterentwickelt hat (3) (4).

Es würde im Rahmen dieser Arbeit zu weit führen, Einzelheiten des Rechts der corporations zu behandeln. Soweit es zum Verständnis dieser aktienrechtlichen Lösung des Investmentgedankens auf die Grundzüge des Aufbaues und der Rechtsstellung der Aktionäre bei einer corporation ankommt, ergeben sich keine wesentlichen Unterschiede zu der im vorhergehenden Kapitel eingehender untersuchten britischen limited company.

Wenn auch die amerikanischen Investment Corporations die wirtschaftlich bedeutendsten Unternehmen ihrer Art darstellen, so bieten sie doch von ihrer rechtlichen Organisation her keine weitergehenden interessanten Querverbindungen zu den Verhältnissen in Deutschland.

Wichtigeren Einfluß in dieser Richtung haben vielmehr die anglo-amerikanische Trusteinrichtung und die spezielle US-Gesetzgebung zum Investmentsparen ausgeübt. Über diese Gesetzgebung soll der folgende Abschnitt Aufschluß geben.

-
- (1) vgl. die eingehenden Ausführungen bei Robinson, S. 26 ff.
 - (2) Näheres bei Schmey, S. 78 ff.; Fehlmann, S. 44 ff.
 - (3) Hierzu sei auf die ausführlichen Kommentierungen von Loss-Cowett, aaO., verwiesen, die den Act verfaßt haben.
 - (4) Über weitere Bestrebungen zur Vereinheitlichung des Rechts der corporations berichtet Kronstein in RabelsZ 21, S. 460/461

III. Die US-Gesetzgebung zum Investmentwesen

Im Gegensatz zu Großbritannien ist es bei den Investmentunternehmen in den USA nicht so erheblich, welche der möglichen, in den vorstehenden Abschnitten beschriebenen Rechtsformen sie annehmen. Bedeutsamer als die Wahl der rechtlichen Struktur sind für die Verwaltung eines Investmentfonds und die Rechtsstellung seiner Anteilinhaber die besonderen gesetzlichen Vorschriften auf diesem Gebiet. Sie gelten für alle Investmentunternehmen, gleichgültig wie sie organisiert sind.

Im Mittelpunkt dieser Bestimmungen steht der Investment Company Act von 1940 (1) (im Folgenden mit der Abkürzung ICA bezeichnet), der als "schärfstes Gesetz der Welt" bezeichnet worden ist (2). Er ist auf annähernd 50 eng bedruckten Seiten niedergelegt; inzwischen sind eine Vielzahl von Ergänzungen, Aus- und Durchführungsbestimmungen hinzugekommen.

In Anbetracht der Fülle der Vorschriften können hier nur die wichtigsten Punkte herausgestellt werden (3).

Sec. 3 ICA gibt eine ausführliche Definition der Investment Company (4). Es folgt eine Einteilung der verschiedenen möglichen Kategorien von Investmentunternehmen. Dabei werden die "open-end" oder "mutual funds" in besonderem Maße berücksichtigt, obwohl sie bei Erlass des Gesetzes noch verhältnismäßig selten aufgetreten waren. Daß sie sich in der Folgezeit vorwiegend verbreiteten, dürfte den richtungsweisenden Bestimmungen des ICA zuzuschreiben sein.

Das Bestreben des Gesetzgebers ging dahin, alle Unternehmen zu erfassen, die nur irgendwie - wenn auch entfernt - mit der Investmenttätigkeit zu tun haben, sie dem ICA und damit der Aufsicht der Securities and Exchange Commission zu unterwerfen.

In sec. 12 wird festgelegt, welche Geschäfte die Investmentunternehmen nicht ausüben dürfen. Grundsätzlich verboten sind nach sec. 28 sogenannte "Face-Amount Certificate Companies", d.h. Gesellschaften, die Nennwert-Zertifikate auf Abzahlung (instalment) ausgeben. Erlaubt und in der Praxis sehr beliebt sind hingegen Sparpläne, welche die Gesellschaften ihren Kunden für eine durchlaufende Kapitalanlage in Raten anbieten. Es ist jedoch

(1) s. auch Seite 24 dieser Arbeit

(2) Finck in Handelsblatt v. 12. 8. 1960

(3) Umfangreiche Arbeiten über den ICA finden sich außer bei Loss (s. Seite 24 Fußnote 1) vor allem bei : Jaretzki in Washington University law quarterly, St. Louis, 1944, S. 303-347; Bosland in Journal of political economy, Chicago, 1941, S. 477-529, 687-721; ferner in Columbia law review, New York, 1941, S. 269-295; Yale law journal, New Haven, 1941, S. 440-457.

(4) vgl. auch Baum, S. 9

in sec. 27 vorgeschrieben, daß bei "Periodic Payment Plan Certificates" die Raten mindestens 10 % betragen müssen, bestimmte Provisionssätze nicht überschritten werden und die Anleihen der Gesellschaft auf solche Zertifikate nur bis zu einem bestimmten Prozentsatz gehen dürfen.

Ein Mindesteinfluß der Anteilinhaber auf die Verwaltung der Investmentfonds ist durch sec. 16a gesichert. Danach kann niemand die Leitung des Unternehmens ausüben, der nicht von der jährlich anzuberaumenden oder einer außerordentlichen Mitgliederversammlung gewählt ist.

Sec. 17a untersagt allen Gründern und abhängigen Personen des Investmentunternehmens - wie Geschäftsführern, Angestellten, Beratern - Wertpapiere oder sonstiges Eigentum aus dem Fonds zu kaufen oder an ihn zu verkaufen, es sei denn, die Verkäufer oder Käufer sind die Emittenten der betreffenden Papiere.

Nicht nur in Bezug auf diesen Personenkreis, sondern ganz allgemein ist es einer management company verboten, Darlehen zu gewähren oder Vermögensgegenstände auszuleihen (sec. 21). Allerdings können die im registration-statement enthaltenen Bedingungen hiervon Ausnahmen zulassen.

Das registration-statement wird von den Investmentunternehmen beim registration office der Securities and Exchange Commission in Washington zur Genehmigung eingereicht (sec. 8). Es besteht zwar keine zwingende Verpflichtung für ein Investmentunternehmen, sich registrieren zu lassen. Da aber nur eine registrierte Gesellschaft sich der Post und anderer Einrichtungen des interstaatlichen Handels bedienen darf, ist praktisch die Registrierung zur Ausübung des Geschäftsbetriebes unerlässlich.

Die Securities and Exchange Commission beschränkt ihre Aufsicht nicht nur auf Genehmigungen oder Versagung des Geschäftsbetriebes von Investmentunternehmen. Sie ist auch in einer Reihe von Fällen befugt, von sich aus einzugreifen (1).

Ein anderer wichtiger Punkt des Gesetzes ist die Verpflichtung der Investmentunternehmen zu regelmäßiger und ausführlicher Berichterstattung an

(1) Baum, S. 72/73, erwähnt z. B. die Stop Order in Sachen American Public Investors, Inc. Im August 1956 ordnete die Securities and Exchange Commission die teilweise Einstellung der Geschäftstätigkeit an, mit der Begründung, die Leiter dieser Gesellschaft hätten keine ausreichende Erfahrung, um bestimmte Geschäfte durchführen zu können.

die Anteilhaber. Sec. 30 und 31 schreiben vor, daß jedes registrierte Investmentunternehmen viertel- oder halbjährlich der Securities and Exchange Commission Bericht zu erstatten hat. Den Anteilhabern (1) sind mindestens halbjährlich Informationen und Rechenschaftsberichte zuzustellen (sec. 29d). Darin müssen enthalten sein :

- die Bilanz ;
- eine Aufstellung der Wertpapiere und sonstigen Werte des Fonds;
- die Gewinn- und Verlustrechnung, aufgeschlüsselt bei jedem Posten, der 5% der Gesamteinnahmen bzw. -ausgaben überschreitet;
- eine Übersicht über den nicht zur Ausschüttung vorgesehenen Reingewinn und die Rückstellungen;
- einzelne Aufstellungen über die normalen Gesamtvergütungen und getrennt davon der außerordentlichen Vergütungen an die Direktoren und Mitglieder des Verwaltungsrats sowie an die Angestellten und ferner alle mit den Vorgenannten verwandten Personen;
- schließlich eine Übersicht über die gesamten Aufwendungen für Wertpapierkäufe und -verkäufe (2).

Hinsichtlich der Frage, welche Effekten im allgemeinen in die Investmentfonds aufgenommen werden können, enthält weder der ICA noch sonst ein amerikanisches Gesetz - zum Unterschied von § 7 KAGG - besondere Bestimmungen. Es können daher auch Wertpapiere erworben werden, die nicht an der Börse zugelassen sind. Der praktischen Erfahrung der Investoren bleibt es vorbehalten, zur Anlage geeignete Papiere auszuwählen, die der Substanzerhaltung dienen und entsprechende Gewinnchancen bieten.

Gleichfalls bestehen keine festen Richtlinien für die Streuung und Risikomischung des Wertpapierbesitzes (3). Indirekt werden jedoch alle Invest-

-
- (1) die regelmäßig bei der Gesellschaft bekannt sind, da es sich bei den shares fast ausnahmslos um Namenspapiere handelt
 - (2) Hinzu kommt bei den corporations ein Recht auf Einsichtnahme in sämtliche Unterlagen der Gesellschaft. Es ist jedoch von der Rechtsprechung davon abhängig gemacht worden, daß ein berechtigtes Interesse an der Einsichtnahme besteht, vgl. Ballantine, S. 376-390; Trumpler, S. 71/72
 - (3) Eine Ausnahme gilt für die als "diversified companies" gemäß ICA sec. 5b-1 registrierten Unternehmen, die ausdrücklich durch eine weitgehende Streuung gekennzeichnet sind. Bei ihnen darf die Anlage in Werten derselben Gesellschaft nur bis zu 5% ihrer Gesamtaktiven und bis zu 10% der Stimmrechtswerte der ausgebenden Gesellschaft betragen. Die wenigsten Investmentunternehmen treten aber als "diversified company" auf; vgl. hierzu und zum Folgenden Baum, S. 137 ff.

mentunternehmen durch steuerrechtliche Bestimmungen zur Risikoverteilung gezwungen. Sie können nämlich nur dann eine Doppelbesteuerung vermeiden, wenn wenigstens die Hälfte der Aktiven Kassenbestände und solche Wertpapiere ausmachen, die weder mehr als 5% der ausgegebenen Effekten eines Ausstellers noch mehr als 10% seiner Stimmrechtswerte ausmachen.

Die Anlagepolitik der amerikanischen Investmentunternehmen wird aber noch durch andere Vorschriften gesetzlich beeinflußt und überwacht.

Nach ICA sec. 13a-1 wird ein grundlegender Wechsel in der Anlagepolitik untersagt. Ein Investmentunternehmen darf also nicht vom "closed-end" zum "open-end"-Prinzip übergehen oder umgekehrt.

Außerdem ist die Anwendung des leverage-Systems, mit dessen Hilfe man früher die Wertpapiere zum größten Teil auf Kredit kaufte (1) eingeschränkt und unterbunden worden. Sec. 18f-1 verbietet den registrierten "open-end"-Gesellschaften grundsätzlich alle Wertpapieremissionen auf leverage-Basis. Insbesondere dürfen keine Schuldverschreibungen mit Vorrechten (senior securities) ausgegeben werden. Die Gesellschaften können Bankkredite nur dann in Anspruch nehmen, wenn eine Aktivdeckung über 300 % vorhanden ist.

"Closed-end"-Gesellschaften müssen ebenfalls über 300% Aktivdeckung verfügen, wenn sie Obligationen ausgeben oder sonstwie Kredite aufnehmen wollen. Bei der Ausgabe von Vorzugsaktien genügt eine Aktivdeckung von 200% (sec. 18a-1B). Sinkt die Deckung später unter bestimmte Prozentsätze, ist die Dividendenausschüttung zu sperren (sec. 18a-2B, sec. 19). Bei einem Absinken der Aktivdeckung unter 100% muß die Investmentgesellschaft der Securities and Exchange Commission anzeigen, daß sie insolvent geworden ist (sec. 18a-1C).

Auch soll die Forderung nach möglichst unparteiischer und unabhängiger Geschäftsleitung eines Investmentunternehmens die geordnete Anlagepolitik gewährleisten. Nach ICA sec. 10 ist eine Personalunion zwischen Leitung und underwriter, stock-broker, investment adviser (2) usw. und von diesen abhängigen Personen untersagt. Außerdem sind in sec. 17 eine Reihe von Vorschriften über die Zusammensetzung und Unabhängigkeit des board of directors aufgestellt.

Bei Mißbrauch und Unregelmäßigkeiten in der Geschäftsleitung oder ihrem Versagen kann die Securities and Exchange Commission die Initiative ergrei-

-
- (1) Die Gefahren wurden bereits auf Seite 22 dieser Arbeit aufgezeigt.
 - (2) Deren Tätigkeit ist eingehend im 2. Abschnitt des Gesetzes geregelt.

fen und gerichtliche Maßnahmen einleiten. Durch ICA sec. 35 ist sie ermächtigt, vor dem zuständigen District Court gegebenenfalls Klage zu erheben (1).

Die Commission kann auch von sich aus Untersuchungen mit weitgehenden Befugnissen durchführen, wenn der Verdacht besteht, daß bei einem Investmentunternehmen gesetzliche Vorschriften verletzt worden sind.

Nach allem hat der ICA in großer Ausführlichkeit nicht nur die Grundlagen für ein sauberes und erfolgreiches Wirken auf dem Bereich des Investmentwesens geschaffen, er bietet auch die nötige Handhabe, um die Einhaltung der vor allem zum Schutz der Investorsparer erlassenen Vorschriften zu erzwingen.

(1) Nach Baum, S. 163, wurden z. B. in den Fällen *S. E. C. v. Fiscal Fund, Inc.* (1943) und *Aldred Inv. Trust et al. v. S. E. C.* (1945) die Praktiken dieser Unternehmen beanstandet. Durch die Entscheidungen wurde jeweils ein receiver (Verwalter) eingesetzt und die Liquidierung der Vermögenswerte herbeigeführt.

4. Kapitel

Die Rechtsverhältnisse bei den deutschen Investmentfonds

I. Investmentfonds als Sondervermögen

1.) Begriff

Für die Regelung der Investmenttätigkeit in Deutschland ist das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) das maßgebliche Spezialgesetz. Weder in diesem noch in einem anderen Gesetz wird der Ausdruck "Investment-fonds" gebraucht.

Der Sache nach ist darunter die Vermögenseinheit zu verstehen, die im KAGG als "Sondervermögen" bezeichnet wird.

Der Investmentfonds (= Sondervermögen) ist weder mit der Kapitalanlage-gesellschaft selbst noch mit einem anderen Rechtsträger identisch. Aus der Begriffsbestimmung des § 1 Abs. I KAGG geht dies nur mittelbar hervor. Hierin heißt es, daß die "Kapitalanlagegesellschaften ... bei ihnen einge-legtes Geld im eigenen Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Einle-ger nach dem Grundsatz der Risikomischung in Wertpapieren gesondert von dem eigenen Vermögen anzulegen ..." haben.

Während also hier nur das Vorhandensein einer Gesellschaft und der Einle-ger (Anteilinhaber) ausdrücklich vorausgesetzt wird, findet sich die Bezeich-nung "Sondervermögen" erstmals in § 6 KAGG. Danach ist das Sondervermö- gen, das von dem eigenen Vermögen (1) der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) getrennt gehalten werden muß (§ 6 Abs. I S. 3), Inbegriff aller von den Anteilhabern eingezahlten Geldbeträge und damit angeschafften Wertpapiere und Bezugsrechte (§ 6 Abs. I S. 1).

Hinzu kommen gemäß § 6 Abs. II KAGG sämtliche Surrogate, und zwar alles, was die KAG auf Grund eines zum Sondervermögen gehörenden Rechts (2) oder durch ein Rechtsgeschäft erwirbt, das sich auf das Sonder-vermögen bezieht (3), oder was derjenige, dem das Sondervermögen zu- steht, als Ersatz für ein zum Sondervermögen gehörendes Recht erwirbt (4).

- (1) dabei handelt es sich im wesentlichen um die Betriebsmittel
- (2) insbesondere Dividenden und Zinsen
- (3) also Wertpapiere mit Mitteln des Sondervermögens bzw. Veräuße-rungserlöse
- (4) z. B. Ersatzansprüche gegen Schädiger des Sondervermögens oder Ent-schädigungsansprüche in Enteignungsfällen, vgl. Siara-Tormann, § 6 Anm. II, S. 33. Das Surrogationsprinzip des KAGG entspricht weitge-hend dem des BGB bei Sondervermögen, z. B. in §§ 718 Abs. II, 1370 a. F., 1418 Abs. I Nr. 3, 2041.

Eine Kapitalanlagegesellschaft kann mehrere solcher Sondervermögen nebeneinander bilden. Sie müssen allerdings durch ihre Bezeichnung zu unterscheiden sein und getrennt gehalten werden (§ 6 Abs. III). Von dieser Möglichkeit wird in der Praxis häufig Gebrauch gemacht, vor allem wenn die einzelnen Fonds nach verschiedenen Gesichtspunkten zusammengesetzt werden sollen.

2.) Errichtung des Sondervermögens

Aus dem vorangegangenen Abschnitt ergibt sich, daß die Initiative zur Errichtung eines Investmentfonds von einer Kapitalanlagegesellschaft ausgeht.

Sie kann zwischen zwei Möglichkeiten wählen, wie sie einen Investmentfonds ins Leben rufen will. Gemäß der angelsächsischen Praxis, die auch hierin zum Vorbild genommen wird, spricht man zur Unterscheidung beider Wege von der "cash method" und der "appropriation method" (1).

Bei der "cash method" gibt die Investmentgesellschaft unter Einschaltung ihrer Depotbank (§ 11 Abs. I S. 1 KAGG) zunächst Anteilscheine an Interessenten aus, um den notwendigen Bestand an Barkapital anzusammeln. Der erste Ausgabepreis der Anteilscheine kann beliebig festgesetzt werden, da noch keine Sachwerte vorhanden sind, an denen eine bruchteilsmäßige Beteiligung verschafft werden soll (2).

Die eingezahlten Gelder fließen auf das dafür vorgesehene Sperrkonto bei der Depotbank (§ 11 Abs. III S. 3 KAGG). Mit diesen Beträgen erwirbt dann die Gesellschaft für gemeinschaftliche Rechnung der Einleger eine entsprechende Zahl von Wertpapieren. Und zwar muß sie die Erlöse aus dem Verkauf der Anteilscheine baldigst anlegen, denn die Investmentsparer sind ja daran interessiert, daß sie an Wertpapieren beteiligt werden. Außerdem ist zu beachten, daß höchstens ein durch die Vertragsbedingungen festzulegender begrenzter Teil des Sondervermögens in Bankguthaben gehalten werden darf (3).

-
- (1) vgl. z. B. Boveri, S. 72 ff.; insbesondere auch Barocka, S. 76/77
 - (2) Allerdings darf der Ausgabepreis des ersten Anteilscheins nach § 18 Abs. III KAGG nicht mehr als 100,- DM betragen. Diese Vorschrift soll bezwecken, daß auch Kleinsparer die Mittel aufbringen können, um am Investmentsparen teilzunehmen, vgl. Siara-Tormann, § 18 Anm. III, S. 65
 - (3) vgl. § 14 Abs. III Ziff. c und die Kommentierungen hierzu bei Siara-Tormann und Dürre-Full

Infolgedessen hat die Investmentgesellschaft möglicherweise nicht genügend Zeit, um einen günstigen Zeitpunkt für den Ankauf der Wertpapiere abzuwarten. Falls ihr Angebot von Anteilscheinen ein weites Echo findet und sie die Wünsche vieler Anlagesuchender kurzfristig zu erfüllen hat, wird die große Nachfrage außerdem zu einem unangemessenen Ansteigen der Börsenkurse führen.

In Anbetracht der noch ungewissen zukünftigen Marktlage wird man den Erwerbern der Anteilscheine auch schwerlich im voraus sagen können, wie sich der Investmentfonds im einzelnen zusammensetzen wird.

Andererseits trägt die Gesellschaft bei der "cash method" kein finanzielles Risiko, da sie keine eigenen Mittel für die Errichtung des Fonds einzusetzen braucht.

Umgekehrt ist es bei der "appropriation method". In diesem Fall erwirbt die Gesellschaft zunächst mit eigenen Mitteln oder aufgenommenen Kapitalien eine Anzahl von Wertpapieren. Diese gibt sie der Depotbank als Grundstock des Sondervermögens in Verwahrung. Dann erst werden Anteilscheine ausgegeben, und zwar zu einem Preis, welcher dem Wert des bisherigen Sondervermögens, geteilt durch die Zahl der Anteilscheine, entspricht (§ 18 Abs. II KAGG).

Die Gesellschaft hat bei dieser Methode das Risiko, daß sie vielleicht mehr Geld für den Kauf von Anlagepapieren vorgelegt hat, als sie durch die Ausgabe von Anteilscheinen zurückbekommt. Für die Anteilzeichner ist dieser Weg jedoch vorteilhafter, da sie von vornherein der Beteiligung an bestimmten Papieren sicher sind.

Dem KAGG ist nicht zu entnehmen, daß sich die Gesellschaften nur einer der beiden beschriebenen Methoden bedienen dürfen.

Zwar könnte man aus dem Wortlaut des § 1 Abs. I ("... bei ihnen eingelegtes Geld .. in Wertpapieren .. anzulegen) und § 6 Abs. I (.. eingelegte Geld und die damit angeschafften Wertpapiere ..") folgern, daß der Gesetzgeber von der "cash method" ausgeht. Wenn der Investmentfonds erst einmal in geeigneter Zusammensetzung besteht und neue Anteilinhaber hinzukommen, ist es sicher der Normalfall, daß zunächst der weitere Kapitalbeitrag in Empfang genommen und dann erst in entsprechende Anlagewerte umgesetzt wird. Ob diese Reihenfolge aber auch bei der Errichtung des Sondervermögens maßgebend sein soll, erscheint zweifelhaft.

Dagegen spricht § 18 Abs. III KAGG : "Jedes Sondervermögen muß bei der

Ausgabe des ersten Anteilscheins in so viele Teile zerlegt werden ...". Hiernach wird offenbar das Vorhandensein von Fondswerten als primär angesehen.

Ein zwingendes Gebot, nur die "appropriation method" zu verwenden, läßt sich aber auch aus dieser Vorschrift nicht herauslesen. Man wird also beide Errichtungsmethoden für zulässig halten müssen (1).

In der Praxis haben die Gesellschaften beide Wege beschritten. Vor allem aus optischen Gründen war ihnen allerdings daran gelegen, schon einen größeren und wohlsortierten Effektenbestand, dessen Wert regelmäßig zwischen DM 500.000,- und 2 Mill. lag, vorweisen zu können, bevor sie die Öffentlichkeit zur Beteiligung aufforderten.

Die für die Erstbestände erforderlichen Beträge wurden meistens von den KAG-Gesellschaftern aufgebracht. Diese übernahmen entweder bei Einzahlung ihres Kapitalbeitrages eine entsprechende Zahl von Anteilscheinen, halfen also, den Fonds nach der "cash method" zu begründen (2), oder aber die Gesellschafter stellten ihre Beiträge der KAG als Fremdkapital zur Verfügung, damit diese nach der "appropriation method" vorgehen konnte.

3.) Zusammensetzung des Sondervermögens

a) Allgemeines

Mit der Definition des Sondervermögens sind gleichzeitig in großen Umrissen seine Bestandteile dargestellt. Das Kernstück bilden naturgemäß die Wertpapiere.

Allerdings ist es auch möglich, daß sich ein unter den Zielen und Zwecken des Investmentsparens errichteter Fonds anstatt aus Effekten ganz oder vor-

(1) vgl. hierzu und zum Folgenden auch Schäcker, S. 81 mit Anm. 126

(2) Theoretisch sind dann die Gesellschafter, bei denen es sich fast ausschließlich um Banken handelt, die ersten Anteilinhaber, allerdings nur so lange, bis die Gründung und die Emission durchgeführt ist. Steuerlich gesehen, wird in diesem Fall der spätere "Einleger" einem Erst-erwerber gleichgestellt; vgl. § 21 Abs. IV Ziff. b KAGG und die Erläuterungen von Siara-Tormann, S. 92/93.

wiegend aus anderen Werten zusammensetzt.

Insbesondere ist dabei an die Immobilienfonds zu denken, die nach dem Prinzip der Risikomischung Geld in Grundstücken und anderem Grundvermögen (z. B. Hypotheken) anlegen. Solche Fonds haben z. B. in der Schweiz erhebliche Bedeutung erlangt (1).

Mit anderen Anlagewerten befaßt sich die ASIG Allgemeine Sachwert Anlage-Gesellschaft mbH, Köln. Sie hat Fonds mit schottischem Roh-Whisky als Deckungsgrundlage geschaffen und macht die Erwerber ihrer Zertifikate zu Miteigentümern (2).

All diese Einrichtungen, die nicht die Anlage von Wertpapieren zum Gegenstand haben, sind jedoch nicht als Investmentfonds anzusehen und müssen daher unter dem Thema dieser Arbeit von einer näheren Betrachtung ausgeschlossen bleiben.

Zwar ist, wie oben festgestellt, die Bezeichnung "Investmentfonds" kein Gesetzesbegriff. Aber nach § 23 KAGG darf das Wort "Investment" in der Firma oder einem Zusatz zur Firma nur von solchen Gesellschaften geführt werden, welche die Voraussetzungen des § 1 KAGG erfüllen (3). Ferner ist nur ihnen die Ausgabe von Anteilscheinen mit Bezeichnungen gestattet, die das Wort "Investment" allein oder in Zusammenhang mit anderen Worten enthalten. Dadurch ist der Begriff "Investment" auch gesetzlich so weitgehend geschützt, daß nur ein von einer Gesellschaft nach § 1 KAGG gebildetes Sondervermögen als Investmentfonds anzusprechen ist.

-
- (1) vgl. v. Caemmerer, S. 45, und Baum, S. 13 ff., S. 188 ff., der auch ausführlicher auf einschlägige deutsche Unternehmen, "Hansa-Sachwert-Anlagen-Gesellschaft mbH", Hamburg, und "Internationales-Immobilien-Institut AG", München, eingeht.
 - (2) Hierbei handelt es sich aber kaum noch um eine Investmenttätigkeit in dem Sinne, wie er sich mittlerweile im Wirtschaftsleben eingebürgert hat und als eine Anlage zusammengefaßter Kapitalien nach dem Prinzip der Risikostreuung verstanden wird. Wie aus dem Prospekt der Gesellschaft hervorgeht, verzichtet sie gerade auf die Streuung und verspricht dafür eine überdurchschnittliche Ertragsmöglichkeit. Weitere Spielarten gemeinschaftlicher wirtschaftlicher Betätigung mit Hilfe von Fonds erwähnt Tormann, S. 21/22.
 - (3) wegen der Übergangsregelung vgl. § 26 KAGG

b) Eignung für das Sondervermögen

Als Wertpapiere, die neben den Barmitteln, Guthaben und Surrogaten den Hauptteil eines Investmentfonds ausmachen, kommen allerdings nicht alle Effekten in Betracht. Vielmehr ist durch § 7 KAGG genau und ausschließlich bestimmt, welche Werte in das Sondervermögen aufgenommen werden dürfen.

Zunächst können nach § 7 Abs. I nur solche Wertpapiere erworben werden, die an einer deutschen Börse zugelassen oder in den geregelten Freiverkehr einbezogen sind, oder, sofern die Vertragsbedingungen dies vorsehen, die ausschließlich an ausländischen Börsen zugelassen sind oder gehandelt werden.

Damit ist einerseits gewährleistet, daß der Wert des Fondsvermögens jederzeit einwandfrei ermittelt werden kann und die einzelnen Stücke leicht zu veräußern sind. Zum anderen bewirkt die gesetzliche Regelung, daß die Kapitalanlage auf möglichst solide Papiere beschränkt bleibt und unreelle Geschäfte in unbekannten Werten verhindert werden. Man geht davon aus, daß Effekten, welche die oben genannten Voraussetzungen erfüllen, bereits von den Börsen geprüft und für gut befunden worden sind. Bei den zum amtlichen Handel zugelassenen Wertpapieren ist dies ohne weiteres ersichtlich.

Der geregelte Freiverkehr wird an den einzelnen Börsen vom "Ausschuß für Geschäfte in amtlich nicht notierten Werten" nach Maßgabe der entsprechenden Börsenrichtlinien (1) überwacht. Dachorganisation dieser Ausschüsse ist die "ständige Kommission für Angelegenheiten des Handels in amtlich nicht notierten Werten" beim Bundesverband des privaten Bankgewerbes e. V. Sie erstellt die Richtlinien für die Aufnahme von Werten in den geregelten Freiverkehr und sorgt für eine Vereinheitlichung der Handelsusancen (2).

Im Ausland kennt man den Begriff des geregelten Freiverkehrs nicht in dem Sinne, wie er in Deutschland gebraucht wird. Hinsichtlich der ausländischen Papiere ist also eine entsprechende Abgrenzung nicht durchführbar. Allerdings kann man auch hier bei solchen Effekten, die überhaupt an einer ausländischen Börse gehandelt werden dürfen, annehmen, daß sie irgendwie beaufsichtigt werden (3) (4). Außerdem kann die Bankaufsichtsbehörde, um

(1) vgl. Meyer-Bremer, Börsengesetz, S. 404 ff.

(2) vgl. Meyer-Bremer, § 43 Erl. 7

(3) vgl. Siara-Tormann, § 7 Anm. I, S. 35/36

(4) Die angelsächsischen Investmentunternehmen selbst unterliegen in diesem Punkt nicht einer solch weitgehenden Beschränkung, wie sie der deutsche Gesetzgeber aufgestellt hat.

ganz sicher zu gehen, gemäß § 14 Abs. II S. 2 KAGG die in den Vertragsbedingungen vorgesehene Anlegung auf solche ausländischen Wertpapiere beschränken, die an bestimmten, von ihr bezeichneten Börsen zugelassen sind oder gehandelt werden.

Neben den bisher genannten Gruppen können noch folgende Werte in den Fonds enthalten sein :

Wertpapiere, die in Ausübung von zum Sondervermögen gehörenden Bezugsrechten erworben werden;
zugeteilte Freiaktien;
sonstige Bezugsrechte, sofern die entsprechenden Wertpapiere selbst erworben werden könnten;
schließlich Wertpapiere, deren Zulassung an einer deutschen Börse noch nicht erfolgt, aber in den Ausgabebedingungen vorgesehen ist, sofern der Erwerb bei der Ausgabe oder im ersten Jahr danach erfolgt.

Lediglich die letzte Gruppe verdient noch eine besondere Hervorhebung, weil hiermit ein gewisses Risiko verbunden sein kann. Allerdings setzt die vorgesehene Zulassung als Börsenpapier nach § 36 Börsengesetz voraus, daß über die näheren Ausgabebedingungen ein Prospekt zu veröffentlichen ist (§ 38 Börsengesetz). Die für den Prospekt Verantwortlichen (§ 45 Börsengesetz) haften, falls er durch unrichtige Angaben das Publikum täuscht, und zwar sowohl zivilrechtlich (§ 40 Ziff. 3 AktG, §§ 823, 826 BGB) als auch strafrechtlich (§ 88 Abs. II Börsengesetz) (1). Die Prospekthaftung ist allerdings dann illusorisch, wenn die für den Prospekt Verantwortlichen kein greifbares Vermögen aufzuweisen haben. Dennoch hat man diese Gefahr wohl mit Recht für gering erachtet und den Investmentgesellschaften nicht verwehren wollen, sich an dem zumeist günstigeren Erwerb neu emittierter Papiere zu beteiligen.

Ausdrücklich ausgeschlossen ist nach § 7 Abs. II KAGG die Kapitalanlage in Kuxen und nicht voll eingezahlten Aktien sowie Bezugsrechten darauf, es sei denn, ihr Erwerb ist in den Vertragsbedingungen des Investmentunternehmens vorgesehen.

Der Grund ist, daß solche Werte eine Verbindlichkeit mit sich bringen, die bei nicht voll eingezahlten Aktien auf Zahlung der Resteinlagen (§§ 57 ff. AktG) gerichtet ist und bei Kuxen (Anteilen an einer Bergbau-Gewerkschaft)

(1) Näheres bei Meyer-Bremer, § 43 Erl. 12; Obst. Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 563/564

durch die Einforderung von Zubeußen eintreten kann. Zwar können Kuxe besonders gewinnbringend sein, wenn die Ausbeutung des Bergwerks erfolgreich verläuft; sie bergen aber auch den Unsicherheitsfaktor in sich, daß bei Verlusten oder weiterem Kapitalbedarf des Unternehmens die Mitglieder zu Nachzahlungen (Zubeußen) herangezogen werden können (1).

Allerdings haftet gemäß § 9 Abs. IV KAGG für die Leistung einer Zubeuße oder der ausstehenden Einlagen auf Aktien nach außen hin nicht das Sondervermögen, sondern die KAG mit ihrem eigenen Vermögen. Dennoch wird letzten Endes der Fonds von derartigen Verpflichtungen und evtl. Nachteilen betroffen, da sich die KAG gemäß §§ 9 Abs. III, 11 Abs. VII KAGG wegen ihrer Ansprüche auf Ersatz von Aufwendungen aus den für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilinhaber getätigten Geschäften aus dem Sondervermögen befriedigen kann (2).

Selbst wenn die Investmentsparer solche Möglichkeiten auf Grund entsprechender Vertragsbedingungen in Kauf nehmen, so dürfen Kuxe und nicht voll eingezahlte Aktien nur in einem Wert von 1/10 des Sondervermögens angelegt werden (§ 7 Abs. II S. 2 KAGG), abgesehen von einer vorübergehenden Überschreitung gemäß § 7 Abs. V KAGG.

Daß im übrigen keine anderen Papiere, wie Wechsel, Schuldscheine, GmbH-, Kommanditanteilscheine usw., für das Sondervermögen angeschafft werden dürfen, versteht sich nach dem bisher Gesagten von selbst, da sie nicht in der erschöpfenden Aufzählung des Gesetzes enthalten sind. Abgesehen davon, daß die Qualität solcher Papiere schwerer festzustellen ist, fehlt ihnen auch die leichte Veräußerlichkeit und ein Kurswert, der die notwendige börsentägliche Bewertung der Fonds-Anteile erst möglich macht.

Ein ausdrückliches Erwerbsverbot findet sich noch in § 7 Abs. VI KAGG. Danach können für ein Sondervermögen Anteilscheine eines anderer Sondervermögens nicht erworben werden. Dieser Bestimmung liegen allerdings andere Bedenken zugrunde, als die in den vorstehenden Absätzen dargelegten. Das "pyramiding" - der pyramidenartige Aufbau, d. h. eine Verschachtelung mehrerer Investmentgesellschaften - hatte sich vor allem durch die Krisenjahre nach 1929 in den USA als gefährlich herausgestellt (3).

Hierdurch könnte nämlich das Prinzip der Risikostreuung durchbrochen wer-

(1) vgl. hierzu Obst, S. 573 ff.

(2) vgl. Siara-Tormann, § 7 Anm. II, S. 36

(3) s. S. 22

den, dazu in einer für den Investmentsparer schwer durchschaubaren Weise. Bei geschickter Verschachtelung mehrerer Fonds, die gleiche Anlagewerte bevorzugen, könnten die verfügbaren Vermögen schließlich einigen wenigen Wirtschaftsunternehmen zugeführt werden. Das aber widerspricht gerade dem Interesse der Kapitalgeber.

Wenn Investmentgesellschaften sich gegenseitig ihre Fonds-Anteile abkaufen, handelt es sich außerdem gar nicht um eine wirkliche Anlage. Besonders wenn man den extremen Fall annimmt, daß zwei Gesellschaften ein solches Geschäft auf Gegenseitigkeit genau im gleichen Verhältnis durchführen, wird deutlich, daß lediglich ein Hin- und Herschieben von Geldmitteln stattfindet und diese insoweit brachliegen.

Praktisch wäre ein Ankauf anderer Investmentanteile in jedem Fall auch deshalb von Nachteil, weil doppelte Verwaltungskosten entstehen und damit die Rendite geschmälert wird. Tormann (1) weist darauf hin, daß dies auch nicht im Interesse der KAG selbst liegt, da die Höhe ihrer Verwaltungsentschädigung häufig mit dem Betrag der Bruttoerträge des Sondervermögens gekoppelt wird (2).

Der Erwerb von Anteilen ausländischer Investmentgesellschaften wird jedoch von § 7 Abs. VI KAGG nicht erfaßt, jedenfalls sofern diese Unternehmen aus den Kapitalanlagewerten kein Sondervermögen gebildet haben, sondern die angeschafften Wertpapiere - wie stets bei der aktienrechtlichen Lösung - als echtes Gesellschaftsvermögen halten (3).

Hierin hat sich der Gesetzgeber nicht ganz konsequent gezeigt. Zum Beispiel enthalten die Portefeuilles von schweizer Investmentgesellschaften

(1) Siara-Tormann, § 7 Anm. VI, S. 38

(2) Wenn Tormann, aaO., allerdings meint, eine praktische Bedeutung komme der Bestimmung des § 7 Abs. VI KAGG nicht zu, da gegebenenfalls ernsthaft gewollte Machtbestrebungen auch ohne Zuhilfenahme einer KAG verwirklicht werden könnten, so vermag dieses Argument nicht recht einzuleuchten. Es geht ja gerade darum, eine mißbräuchliche Ausnutzung der von den Investmentsparern geleisteten Einlagen zu verhindern. Daß Machtkonzentrationen auf andere Weise möglich sein können, steht außer Frage. Nur sollen Investmentfonds nicht dazu verhelfen, einmal, weil die Geschäftsleitung einer KAG sich voll und ganz dem zweckgerechten Management des Sondervermögens widmen soll, zum anderen, weil sonst das Gebot der Risikostreuung umgangen würde.

(3) a. A. Ebner v. Eschenbach, S. 44, der die Bestimmungen des § 7 Abs. II-VI KAGG in diesem Zusammenhang zu weitgehend auslegt.

häufig auch deutsche Wertpapiere. Handelt es sich in der Hauptsache um solche Effekten, wie sie bereits in den erwerbenden Sondervermögen ruhen, wird die Streuung gleichfalls entsprechend vermindert.

Andererseits werden gerade daraus kaum allzu große Gefahren (auch unter dem Gesichtspunkt einer Machtzusammenballung) (1) erwachsen, da eine gegenseitige Abhängigkeit von deutschen und ausländischen Fonds aus tatsächlichen Gründen schwerer herzustellen sein dürfte und die ausländischen Fonds regelmäßig eine Reihe weiterer, im deutschen Sondervermögen nicht enthaltenen Werte aufzuweisen haben. Sofern Anteile von Investmentgesellschaften erworben werden, die überhaupt einen anderen Anlagebereich zur Deckung haben, dient das geradezu für eine verstärkte Risikomischung, und diese Voraussetzungen sind besonders bei den angelsächsischen Investmentunternehmen häufig gegeben (2).

Im Gegensatz zu den sonstigen in § 7 KAGG enthaltenen Bestimmungen über die Zusammensetzung eines Investmentfonds ist der Erwerb von Anteilscheinen eines anderen Sondervermögens nicht nur für unstatthaft, sondern sogar für nichtig erklärt worden. Dies ergibt sich aus dem Wortlaut "können nicht" anstatt "dürfen nicht" und aus § 7 Abs. VII KAGG. Die Nichtigkeit des Kauf- und Erfüllungsgeschäfts soll also unter allen Umständen die Einhaltung des gesetzlichen Verbots gewährleisten (3).

- (1) Daß Fonds, in denen stetig wachsend Vermögenswerte angesammelt werden, ihrer Natur nach über eine starke wirtschaftliche Macht verfügen, hat Harbrecht in "Pensionsfonds, eine wirtschaftliche Macht" - mit Vorwort von Kronstein - (Frankfurt, 1964) in Ausführungen, die großenteils über das von ihm untersuchte Spezialgebiet hinaus grundsätzliche Bedeutung haben, eingehend dargelegt. Den Gefahren, die mit der Ausübung dieser auf Fonds beruhenden Macht verbunden sind, kann daher nur mit besonderen Schutz- und Publizitätsbestimmungen begegnet werden.
- (2) Siara-Tormann, § 7 Anm. VI S. 39, stellt auch als Vorteil heraus, daß amerikanische Investment-shares des "closed-end"-Typs oftmals mit einem nicht unerheblichen Disagio, also zu einem unter ihrem Inventarwert liegenden Kurs, zu erhalten sind; vgl. auch Wiesenberger, S. 263, 283 ff. (1957 Edition).
- (3) v. Cammerer, JZ 58 S. 47, hält dies für eine unnötige, und wenn der Kaufpreis schon bezahlt ist, für das Sondervermögen u. U. sogar schädliche Finesse des Gesetzgebers. Diese Auffassung erscheint nicht begründet. Der Kaufpreis wird erst dann zu Lasten des Sondervermögens dem Verkäufer übergeben werden, wenn dafür gesorgt ist, daß gleichzeitig der Gegenwert dem Sondervermögen zufließt (vgl. insbesondere § 11 Abs. VI KAGG). Ist aber das gegen § 7 Abs. VI verstoßende Geschäft

Innerhalb der vorstehend aufgezeigten Einschränkungen haben die Investmentgesellschaften freie Hand, welche Arten von Wertpapieren sie in das Sondervermögen aufnehmen wollen. Es bleibt noch ein weiter Spielraum für die Zusammensetzung des Fonds im einzelnen. So können, wie in der Praxis geschehen, Investmentfonds geschaffen werden, die je nach Gutdünken der Verwaltung nur Spitzenwerte bevorzugen oder bestimmte Branchen oder geographische Gebiete. Auf diese Weise ergibt sich eine Vielzahl von unterschiedlichen Möglichkeiten, deren Vor- und Nachteile lediglich nach wirtschaftlichen Gesichtspunkten zu beurteilen sind.

c) Mengenmäßige Beschränkung der Fondswerte

Der Gesetzgeber hat nicht nur hinsichtlich der Wertpapierarten Grenzen gezogen, sondern auch hinsichtlich der mengenmäßigen Zusammensetzung. Auch hier steht der Gedanke im Vordergrund, daß Investmentfonds eine ausreichende Risikomischung aufweisen müssen.

So fordert § 7 Abs. III KAGG, daß in das einzelne Sondervermögen Wertpapiere desselben Ausstellers - und zwar auch, wenn verschiedene Gattungen ausgegeben werden - grundsätzlich nur bis zu einem Wert von 5% des gesamten Fondswertes aufgenommen werden dürfen. Der Prozentsatz kann durch die Vertragsbedingungen mit Genehmigung der Bankaufsichtsbehörde auf höchstens 7,5 % heraufgesetzt werden (1). Vorübergehende Überschreitungen sind gemäß § 7 Abs. V KAGG nur beim Erwerb von Freiaktien oder von jungen Aktien in Ausübung von Bezugsrechten und nur auf eine Dauer von 6 Monaten möglich.

beiderseitig erfüllt, haben Käufer und Verkäufer gegeneinander einen Anspruch aus ungerechtfertigter Bereicherung. Selbst wenn der Verkäufer den erhaltenen Kaufpreis bereits hat untergehen lassen und auch sonst von ihm nichts zu erlangen ist, so hat doch die Investmentgesellschaft noch den Anteilschein in Händen und kann ihn verwerten, um das Sondervermögen schadlos zu halten (vgl. hierzu Palandt-Gramm, § 818 Anm. C). Im übrigen können natürlich auch hier, wie bei anderen Verstößen gegen die Anlagebestimmungen, die Organe der Investmentgesellschaft belangt und notfalls ersatzpflichtig gemacht werden. Über diese Haftung wird später mehr ausgeführt.

(1) Fast alle Investmentgesellschaften haben davon Gebrauch gemacht.

Die Begrenzung findet ausnahmslos in Bezug auf alle Aussteller Anwendung, also auch auf staatliche Emittenten (1).

Wertpapiere von Konzernunternehmen im Sinne von § 15 Abs. I AktG gelten als Wertpapiere desselben Ausstellers (§ 7 Abs. III S. 3 KAGG). Danach sind Konzernunternehmen rechtlich selbständige, zu wirtschaftlichen Zwecken unter einheitlicher Leitung zusammengefaßte Unternehmen. Der Umstand, daß die Auslegung des § 15 Abs. I AktG nicht frei von Zweifeln und Streitfragen ist (2), wirkt sich naturgemäß auf den hier festgelegten Anlagegrundsatz nachteilig aus.

In jedem Fall stellt er besondere Anforderungen an die Kenntnisse der Fondsverwalter, die ihren Aufgaben nur dann genügen können, wenn sie nicht nur mit dem Bank- und Börsenwesen vertraut sind, sondern auch über die mitunter verborgenen konzernmäßigen Zusammenhänge in der Wirtschaft unterrichtet sind (3). Dies gilt in noch höherem Maße, wenn auch ausländische Wertpapiere in den Fonds aufgenommen werden sollen. Auch dann ist die Frage einer Konzernzugehörigkeit zu prüfen und entsprechend § 15 Abs. I AktG zu beurteilen. Denn um der Schutzbestimmung des § 7 Abs. III KAGG gerecht zu werden, muß bei ausländischen Unternehmen der gleiche Maßstab angelegt werden (4) (5).

Da die Investmentsparer selbst in den seltensten Fällen in der Lage sein werden nachzuprüfen, ob die Anlagegrundsätze hinsichtlich der Konzernunternehmen eingehalten werden, bedarf es in diesem Punkt einer besonders sorgfältigen Überwachung durch den nach § 4 KAGG zu bildenden sachkundigen Aufsichtsrat und die Bankaufsichtsbehörde.

-
- (1) vgl. Siara-Tormann, § 7 Anm. III, S. 36
 - (2) vgl. z. B. die Kommentierung hierzu bei Schlegelberger-Quassowsky, AktG.
 - (3) Sie haben also auch besonders darauf zu achten, ob sich in dem Geschäftsbericht einer AG gemäß § 128 Abs. II Ziff. 8 AktG Angaben über Beziehungen zu Konzernunternehmen finden.
 - (4) so auch Baum, S. 117
 - (5) Die Schwierigkeiten wären allerdings noch größer und wahrscheinlich praktisch kaum zu lösen, wenn der Gesetzgeber - wie ursprünglich vorgesehen - auch § 15 Abs. II AktG einbezogen hätte, wonach der Konzernbegriff auf rechtlich selbständige Unternehmen erweitert wird, die auf Grund von Beteiligungen sonst unmittelbar oder mittelbar unter dem beherrschenden, oftmals nach außen nicht erkennbaren Einfluß eines anderen Unternehmens stehen; vgl. Siara-Tormann, § 7 Anm. III, S. 37

Eine weitere Beschränkung, die sich allerdings nicht unmittelbar auf das Sondervermögen, sondern auf die Investmentgesellschaft bezieht, bringt § 7 Abs. IV KAGG. Danach darf eine KAG für alle von ihr verwalteten Fonds nicht mehr als 5% des Aktienkapitals bzw. 5% der Kuxe desselben Ausstellers erwerben. Falls Mehrstimmrechtsaktien ausgegeben werden, darf die KAG außerdem nur 5% der Stimmrechte einer Gesellschaft auf sich vereinigen.

Diese Bestimmung kann zwar insofern auch auf den einzelnen Fonds Einfluß haben, als die in § 7 Abs. III KAGG aufgestellte 5%-Grenze nicht erreicht werden darf, wenn der Wert des Sondervermögens sehr groß und das Kapital der Gesellschaft, von der Aktien erworben werden, klein ist.

Es geht aber hierbei nicht um den Grundsatz der Anlagenstreuung. Vielmehr soll verhindert werden, daß über Investmentgesellschaften übermäßiger Einfluß auf die Wirtschafts- und Geschäftspolitik anderer Wirtschaftsunternehmen erlangt werden kann. Gerade im allgemeinen Zuge der Bekämpfung von wirtschaftlichen Machtzusammenballungen soll von vornherein verhindert werden, daß eine KAG sich von Beherrschungstendenzen leiten läßt und ihre Macht mißbräuchlich ausnutzen könnte (1).

Ohne die Klauseln des § 7 Abs. III und IV würde eine KAG in Wirklichkeit die Ziele einer Holding-Gesellschaft verfolgen können. Die zwangsläufige Folge wäre, daß sie ihre Pflichten gegenüber den Investmentsparen, welche die Kapitalien zur Verfügung stellen und die Fondsverwaltung finanzieren, vernachlässigen und deren eigentliche Interessen gar nicht oder nur in untergeordneter Weise wahrnehmen würde .

Zwar läßt sich die Vorschrift des § 7 Abs. IV KAGG theoretisch umgehen, indem eine Interessengruppe mehrere Kapitalanlagegesellschaften gründet, die jeweils für ihre Fonds 5% des Aktienkapitals bestimmter Gesellschaften erwerben. Doch dürfte dieser Weg schon aus wirtschaftlichen Gründen kaum lohnen. Außerdem würde ein solches Vorgehen wohl nicht dem Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen verborgen bleiben. Es könnte wegen naheliegender Bedenken an der Lauterkeit der Gründer und Leiter die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb gemäß § 2 KAGG in Verbindung mit § 33 KWG (2) versagen.

Bei einem Verstoß gegen die Anlagebestimmungen des § 7 Absätze I bis V tritt - im Gegensatz zu dem oben behandelten Absatz VI - keine Nichtigkeit ein. Dies ergibt sich aus § 7 Abs. VII KAGG.

(1) s. dazu auch S. 146 Fußnote 1

(2) Gesetz über das Kreditwesen vom 10. 7. 61 (BGBl. I S. 881). Darüber ausführlich S. 157 ff.

Geßler (1) meint, in Anlehnung an § 65 Abs. III AktG sei nur das dingliche, nicht aber das schuldrechtliche Geschäft als gültig anzusehen. Eine solche Unterscheidung hat jedoch der Gesetzgeber in § 7 Abs. VII KAGG gerade nicht vorgenommen. Eine analoge Auslegung ist wegen der bei § 65 Abs. III AktG andersgearteten Interessenlage nicht zu rechtfertigen. Während die Bestimmung, daß eine Aktiengesellschaft grundsätzlich keine eigenen Aktien erwerben darf, für den Verkäufer, also einen Aktionär, klar und in seiner Tragweite übersehbar ist, wird der Vertragspartner, der einer KAG Wertpapiere oder Bezugsrechte verkauft, vielfach nicht feststellen können, ob das Geschäft gegen die Anlagevorschriften des § 7 Abs. I bis V verstößt. Es kann ihm schwerlich zugemutet werden, genauere Erkundigungen darüber einzuziehen, ob das von ihm verkaufte Wertpapier zur Aufnahme in den bestimmten Fonds geeignet ist oder gar die 5 % - Klausel überschritten wird (2).

Wenn also nach außen hin solche Geschäfte weder auf der schuldrechtlichen noch auf der dinglichen Seite ultra-vires im anglo-amerikanischen Sinne sind, so besteht doch durch anderweitige, gesetzlich festgelegte Sanktionen die Möglichkeit, sie zu unterbinden. z. B. durch Versagung des Prüfungsvermerks nach § 20 Abs. III KAGG, durch Anordnungen der Bankaufsichtsbehörde nach § 44 KWG und Zwangsmittel nach § 50 KWG (3).

II. Die Rechtsträger des Sondervermögens

Der Investmentfonds, der vom eigenen Vermögen der KAG getrennt und mit einer gewissen Selbständigkeit ausgestattet ist, besitzt keine eigene Rechtspersönlichkeit. Die zum Sondervermögen gehörenden Gegenstände müssen gemäß § 6 Abs. I S. 2 KAGG entweder im Eigentum der KAG oder im Mit-

(1) aaO., S. 17

(2) so auch v. Caemmerer, S. 47 Fußnote 46, der mit Recht darauf hinweist, daß die in § 7 Abs. I bis V gebrauchte Wendung "darf nicht" in unserer Gesetzessprache im Zweifel keine Nichtigkeit bedeutet, vgl. dazu Staudinger-Coing, § 134 Anm. 9, Enneccerus-Nipperdey, § 56 I, S. 204.

(3) Wie allgemein die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen überwacht und erzwungen werden kann, wird an späterer Stelle der Arbeit eingehender zur Sprache kommen.

eigentum der Anteilinhaber stehen. Welche dieser beiden Möglichkeiten im Einzelfall vorliegt, richtet sich nach den zwischen der KAG und den Anteilinhabern bestehenden Vertragsbedingungen, die in diesem Punkt eine wahlweise Regelung treffen können (1).

1.) Die Treuhandlösung (im engeren Sinne)

Unter Treuhandlösung versteht man den Fall, in dem die zum Sondervermögen gehörenden Gegenstände Eigentum der KAG sind (2).

Mitunter wird allerdings der Ausdruck "Treuhandlösung" auch verwendet, um eine Unterscheidung von der im vorstehenden Abschnitt erwähnten körperschaftlichen oder aktienrechtlichen Lösung zu geben (3). In diesem Zusammenhang gebraucht, schließt er also auch den Fall ein, daß das Sondervermögen im Miteigentum der Anteilinhaber steht. Auch insoweit von einem Treuhandverhältnis zu sprechen, ist umso mehr gerechtfertigt, als das Treugut - nämlich das Sondervermögen - unabhängig von der Frage des Eigentums in jedem Fall völlig gleich behandelt wird. Außerdem ist die Wendung "Treuhand" weder im KAGG verwendet noch näher abgegrenzt. Dies wäre in Anbetracht der Tatsache, daß bisher im deutschen Recht eine gesetzliche Definition der Treuhand fehlt, zu begrüßen gewesen.

Die Einordnung der hier als Treuhandlösung (im engeren Sinne) zu erörternden Konstruktion muß daher nach den allgemeinen treuhandrechtlichen Gesichtspunkten vorgenommen werden.

-
- (1) Dagegen hat der Gesetzgeber nicht vorgesehen, daß wie bei der britischen limited company und der amerikanischen corporation die Investmentfonds selbst in die Form einer reinen Kapitalgesellschaft gekleidet werden können, wobei die eingezahlten Beträge und die damit angeschafften Werte ins Eigentum der Investmentgesellschaft übergehen und die Einleger als Aktionäre daran beteiligt würden. Um diesen Weg für die Zwecke der Investmenttätigkeit praktisch verwendbar zu machen, hätte es grundlegender Änderungen des geltenden Aktien- und Steuerrechts bedurft. Insbesondere ist es bei dem Prinzip des starren Grundkapitals nicht möglich, nach der "open-end"-Methode laufend neue Investmentanteile auszugeben sowie den Anteilinhabern ein Rückgaberecht einzuräumen, - vgl. im übrigen Baum, S. 91 ff, v. Caemmerer, S. 43
- (2) vgl. Siara-Tormann, § 6 Anm. I S. 31
- (3) so z. B. v. Caemmerer, S. 41

Die Rechtsnatur der Treuhand ist im deutschen Rechts bis heute bestritten (1).

Das Reichsgericht hat in einer Reihe von Entscheidungen (2) ausgeführt, ein Treuhandverhältnis im Rechtssinne liege nur dann vor, wenn der eine (Treu-
händer) von einem anderen (Treugeber) Vermögensrechte zu eigenem Recht erworben hat und die ihm anvertrauten und übertragenen Rechte zwar im eigenen Namen, aber nicht oder nicht ausschließlich für eigene Rechnung und zu eigenem Vorteil ausüben soll.

Dem Treuhänder wird also das Eigentum an der Sache oder das sonstige Recht nach außen hin voll übertragen; im Innenverhältnis bleibt er gegenüber dem Treugeber schuldrechtlich verpflichtet. Hierdurch kommt die sog. fiduziari-
sche Treuhand zustande, die man allerdings nur als eine - wenn auch die hauptsächlichste - Erscheinungsform der Treuhand ansehen kann (3).

Sie basiert auf dem römisch-rechtlichen Begriff der fiducia. Nach dem star-
ren System der Rechtsgeschäfte im ius civile blieb für die mit der Treuhand angestrebten Ziele nur die Möglichkeit, das Treugut durch mancipatio oder in iure cessio zu übertragen und damit ein pactum fiduciae, d. h. eine schuldrechtliche Absprache über die Verwendung des Treugutes im Interesse des Treugebers, zu verbinden (4) (5).

Entscheidend ist, daß das Treugut jedenfalls wirtschaftlich dem Vermögen des Treugebers zugehören soll. Daher ist es wichtig, seine Interessen wirk-
sam zu schützen und zu sichern. Der schuldrechtliche Anspruch, den er gegen den Treuhänder auf Einhaltung der Vertragspflichten hat, wird allein der Interessenlage nicht gerecht.

Vielmehr kommt es darauf an, dem Treugeber gegenüber Dritten eine qua-
sidingliche Stellung zu verschaffen. Er muß die Möglichkeit haben, bei Zu-

(1) Als grundlegendes wissenschaftliches Werk g. lt. "Das rechtsgeschäftli-
che Treuhandverhältnis" von Siebert.

(2) RGZ 84, 217; 91, 16; 92, 342; 94, 308; 127, 344; 133, 87

(3) vgl. Palandt-Hoche, Einf. vor § 929, 7 B

(4) vgl. zum Vorstehenden Siebert, S. 34 ff.

(5) Da die deutsche, vom römischen Recht stark beeinflusste Rechtsordnung mit dem numerus clausus der Sachenrechte ein eigentliches Institut der Treuhand wie im angelsächsischen Recht nicht entwickeln konnte, hat man mitunter auch bei der auf der römisch-rechtlichen fiducia basie-
renden Treuhand den echten Treuhandcharakter abgelehnt, vgl. Boveri, S. 99 Fußnote 9.

griffen der Treuhändergläubiger auf das Treugut nach § 771 ZPO zu widersprechen oder im Konkurs auszusondern. Dieses Recht hat das Reichsgericht zwar dem Treugeber eingeräumt, aber im Interesse des Verkehrs- und Kreditschutzes und, um die Publizität des Eigentums nicht weiter zu unterhöhlen (1), nur dann, wenn er das Treugut unmittelbar aus seinem Vermögen dem Treuhänder überlassen hatte (2).

Für den Treugeber ist dieses Ergebnis in solchen Fällen unbefriedigend, in denen mit seinen Mitteln, aber von dritter Seite der Treuhänder das Treugut erworben hat. Eben diese Situation ist auch bei einem Investmentfonds gegeben, der im Eigentum der KAG steht, aber aus den eingezahlten Ersparnissen und für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilinhaber angelegt ist.

Der Gesetzgeber hat sich daher entschlossen, den erforderlichen Schutz zu erweitern. Über die von der bisherigen Rechtsprechung entwickelten Grundsätze und Merkmale hinaus stellt er weniger auf das formelle Eigentum als auf die wirtschaftliche Zuordnung des Sondervermögens ab. Das KAGG schützt das Treuhandvermögen wie ein selbständiges Vermögen, indem es mit einer Reihe von Sonderrechten ausgestattet wird.

§ 9 Abs. II KAGG bestimmt, daß das Sondervermögen für Verbindlichkeiten der KAG nicht haftet. Während dies für den Fall, daß die Anteilinhaber Mitigentümer des Sondervermögens sind, selbstverständlich erscheint, stellt die Regelung im Hinblick auf die bisherigen Vorstellungen von der fiduziarischen Treuhand eine Neuheit dar.

Die unabdingbare Haftungsbeschränkung gilt auch für Verbindlichkeiten aus Rechtsgeschäften, welche die KAG für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilinhaber - also in Bezug auf das Sondervermögen - abschließt.

Im Namen der Anteilinhaber Verbindlichkeiten einzugehen, ist schlechthin ausgeschlossen. Gleichfalls haftet, wenn Kuxe oder nicht voll eingezahlte Aktien auf Grund entsprechender Vertragsbedingungen gemäß § 7 Abs. II KAGG in ein Sondervermögen aufgenommen werden, nicht das Sondervermögen, sondern die KAG mit ihrem eigenen Vermögen für die Leistung der Zubeße oder der ausstehenden Einlagen (§ 9 Abs. IV KAGG).

Hierdurch ist gesichert, daß Dritte sich nicht aus dem Sondervermögen befriedigen können. Es ist nur folgerichtig, daß eine Zwangsvollstreckung in

(1) so Siebert, S. 194

(2) z. B. RGZ 133, 87

das Sondervermögen nach § 771 ZPO abgewehrt werden kann (§ 11 Abs. VIII Ziff. 2 KAGG) und bei einem Konkurs der KAG das Sondervermögen nicht zur Konkursmasse gehört (§ 12 Abs. III S. 2 KAGG).

Im Innenverhältnis kann das Sondervermögen allerdings sowohl von der verwaltenden KAG als auch von der verwahrenden Depotbank in Anspruch genommen werden. Die KAG kann wegen ihrer Ansprüche auf Vergütung und auf Ersatz von Aufwendungen aus den für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilinhaber getätigten Geschäften aus dem Sondervermögen Regreß nehmen (§ 9 Abs. III KAGG). Ebenfalls ist die Depotbank berechtigt, dem Sondervermögen die ihr für dessen Verwahrung zustehende Vergütung zu entnehmen (§ 11 Abs. VII KAGG).

Daß die Verwalter und Verwahrer wie sonstige Beauftragte im Rahmen der vertraglichen Vereinbarungen Ersatz der Aufwendungen von dem verlangen können, für den sie tätig geworden sind, stellt keine Besonderheit dar.

Wesentlich dabei ist, daß in jedem Fall nur das Sondervermögen, nicht aber die Anteilinhaber persönlich haftbar gemacht werden können. Das bedeutet, daß die Anteilinhaber nicht über ihre Einlagen hinaus Verluste erleiden können.

Andererseits sind die Anteilinhaber als Treugeber nicht in den Stand gesetzt, im Einzelfall die Berechtigung der Regreßansprüche zu prüfen. Schon wegen der Vielzahl und Anonymität der Anteilinhaber wäre es praktisch undurchführbar, die im Innenverhältnis begründeten Ansprüche den Anteilhabern selbst vorzulegen.

Die Gefahr, daß in diesem Zusammenhang das Sondervermögen über das zulässige Maß hinaus oder willkürlich zu Leistungen herangezogen wird, ist durch das Gesetz insofern abgesichert, als die KAG nur unter Mitwirkung einer Depotbank über das Sondervermögen verfügen kann. Die Depotbank hat nicht nur den Investmentfonds in einem besonderen Sperrdepot bzw. Sperrkonto zu verwahren; es obliegen ihr auch bestimmte Kontrollfunktionen über die dort ruhenden Bestände (1).

Bevor die Depotbank also aus dem Sondervermögen die nach den Vertragsbedingungen zustehende Verwaltungsvergütung oder einen Aufwandungsersatz an die KAG auszahlen darf - wobei es sich um die einzig möglichen Fälle handelt, in denen die KAG über das Sondervermögen zu eigenen Gun-

(1) Eine eingehende Würdigung dieser Aufgaben bleibt einem späteren Abschnitt vorbehalten, s. unten S. 151 ff.

sten verfügen kann (1) - muß sie sich über die Begründetheit der Ansprüche vergewissert haben.

Umgekehrt darf die Depotbank das Sondervermögen zu eigenen Gunsten nur wegen der Vergütung für die Verwahrung und auch dann nur mit Zustimmung der KAG unmittelbar in Anspruch nehmen (§ 11 Abs. VII S. 2 KAGG).

Durch die Regelung der Haftungsbeschränkung hat der Gesetzgeber hier dem Sondervermögen eine rechtlich geschützte und gesicherte Stellung eingeräumt, die der Ausgestaltung der angelsächsischen Trusts praktisch weitgehend entspricht. Auch wenn es das benefiziarische Eigentum nach deutschem Recht nicht gibt, so ist es doch kraft Gesetzes möglich geworden, dem "wirtschaftlichen Eigentum" der Anteilinhaber quasidingliche Wirkungen zu verschaffen.

Im Unterschied zu den angelsächsischen Investment Trusts (2) sind die Rollen des Treuhänders nach der deutschen Lösung vertauscht. Während dort die Bank trustee und damit Eigentümer des Investmentfonds wird, obliegt ihr hier im wesentlichen nur die Verwahrung; das treuhänderische Eigentum verbleibt hingegen der KAG.

Dieser Unterschied ist jedoch mehr rechtlicher Natur. Wirtschaftlich gesehen, sind die Verhältnisse bei den deutschen Investmentfonds dem anglo-amerikanischen Vorbild nachgebildet. Hier wie dort sind es die Hinterleger der Wertpapiere (depositor und KAG), die den Fonds gründen und die Verwaltung und weitere Geschäftsführung übernehmen.

2.) Die Miteigentumslösung

Bei der Miteigentumslösung stehen die zum Sondervermögen gehörenden Gegenstände im Miteigentum der Anteilinhaber.

Die Investmentfonds bestehen hauptsächlich aus Wertpapieren, an denen ein Miteigentum nach Bruchteilen gemäß § 1008 BGB möglich ist. Neben diesen Sachen enthalten sie aber auch sonstige Rechte, insbesondere Forderungen;

(1) vgl. Siara-Tormann, § 11 Anm. VII S. 50

(2) jedenfalls zu den britischen Investment Trusts neueren Datums (s. S. 49 ff.) und den amerikanischen Contractual Trusts (s. S. 76 ff.)

z. B. wird ein Bankguthaben immer vorhanden sein. Auch in Bezug auf diese Gegenstände, an denen es kein Eigentum im streng juristischen Sinne gibt, sollen die Einleger offensichtlich Rechtsinhaber sein. Etwas anderes kann der Gesetzgeber schon deshalb nicht gewollt haben, weil es gerade im Wesen eines Sondervermögens liegt, als Einheit behandelt zu werden. Daher kann der in § 6 Abs. I S. 2 KAG gebrauchte Ausdruck "Miteigentum" nicht eng ausgelegt werden; vielmehr ist er als Mitberechtigung an Rechten jeder Art zu lesen (1).

Der Umstand, daß in diesem Fall das Eigentum bei den Anteilhabern anstatt bei der KAG liegt, hat jedoch nur rechtstheoretische Bedeutung. Er löst im übrigen weder andersartige Rechtswirkungen aus noch sind daraus besondere Rechte der Anteilhaber herzuleiten. Vielmehr hat der Gesetzgeber in allen weiteren Vorschriften keine Unterschiede zwischen beiden Möglichkeiten der Eigentumsregelung gemacht. So ändert sich gegenüber der im vorangegangenen Abschnitt erörterten Treuhandlösung nichts an der Verwaltung sowie an der Haftung einschließlich Schutz und Sicherung des Sondervermögens.

Einzelne Bestimmungen des Gesetzes, z. B. § 9 Abs. II, nach welcher das Sondervermögen nicht für Verbindlichkeiten der KAG haftet, sind an sich für die Miteigentumlösung überflüssig, da in diesem Fall das Sondervermögen nicht einmal formal der KAG zusteht. Andererseits schadet es natürlich nicht, eine schon auf Grund anderer Rechtssätze bestehende Rechtslage nochmals zu bestätigen. Außerdem wäre es aus redaktionellen Gründen wenig sinnvoll gewesen und hätte möglicherweise zu Unklarheiten geführt, wenn das Gesetz, das die beiden Wege Treuhandlösung und Miteigentumlösung zusammenführen wollte, in einzelnen Punkten nur auf die eine Lösung ausdrücklich abgestellt hätte.

Es bleibt allerdings die Frage, warum der Gesetzgeber überhaupt zwei Möglichkeiten vorgesehen hat, wenn die eine so gut ist wie die andere und keine praktischen Unterschiede zeitigt. Eine Erklärung läßt sich wohl nur in der tatsächlichen Entwicklung der Investmenttätigkeit bis zum Inkrafttreten des Gesetzes finden.

Die reine Treuhandkonstruktion war, wie bereits dargelegt, wegen der unzulänglichen Ausbildung der Treuhand im deutschen Recht nicht brauchbar. Konnte sie aber ähnlich den angelsächsischen trusts auf sichere rechtliche Grundlagen gestellt werden, mußte sie als einfachste und sauberste Lösung für die Ziele des Investmentsparens erscheinen.

(1) so auch v. Caemmerer, S. 46; Siara-Tormann, § 6 Anm. I S. 32

Demgegenüber war der andere Weg, den die früher entstandenen Investmentgesellschaften notgedrungen nahmen, indem sie nämlich Miteigentum der Anteilhaber am Fondsvermögen begründeten, kautelarjuristisch komplizierter und mit Unebenheiten behaftet. Vor allem bereitete es bei verschiedenen, für einen Investmentfonds in Frage kommenden Werten Schwierigkeiten, das Miteigentum zu übertragen. Verschiedene Papiere, wie vinkulierte Namensaktien, Kuxe oder nicht voll eingezahlte Aktien, eigneten sich rechtstechnisch nicht zu einem Erwerb für die ständig wechselnden Miteigentümer, zumal sie deren gesamtschuldnerische Haftung für alle ausstehenden Einlagen bewirkt hätten (1). Wenn auch solche Schwierigkeiten kraft positiven Rechts inzwischen ausgeräumt sind, mußte es dem Gesetzgeber doch erstrebenswert erscheinen, die lange verschlossene Treuhandkonstruktion unter konkurs- und vollstreckungsrechtlicher Sicherung der Rechte der Treugeber zu regeln.

Bis zum Inkrafttreten des Gesetzes waren allerdings schon eine Reihe von Investmentgesellschaften nach der Miteigentumlösung tätig geworden. Der Gesetzgeber konnte schwerlich über die auf diesem Wirtschaftsgebiet bereits geschaffenen tatsächlichen Verhältnisse hinweggehen. Hätte das KAGG nur noch die Möglichkeit zugelassen, daß die Investmentgesellschaften als treuhänderische Inhaber die Anlagewerte als Treugut für Rechnung der Anteilhaber verwalten können, hätte es in die bisher bestehenden Verträge zwischen den Gesellschaften und den Anteilhabern eingegriffen. Dabei wäre das Problem aufgetaucht, ob und wie den Anteilhabern ihr Miteigentum hätte entzogen werden können. Jedenfalls hätte die Anpassung der bestehenden Verhältnisse an die neuen Bestimmungen eine Vielzahl rechtlicher und tatsächlicher Komplikationen hervorgerufen.

Diesen unnötigen Schwierigkeiten war man dadurch enthoben, daß man die Miteigentumlösung gleichberechtigt neben die neue Treuhandlösung stellte und beiden zusammengefaßt eine zweckgerechte Ausgestaltung gab.

So konnten die bei Inkrafttreten des KAGG bereits bestehenden Investmentgesellschaften die Miteigentumsregelung beibehalten. Auch bei den späteren Gründungen ist - soweit ersichtlich, bis auf eine Ausnahme (2) - diese Form gewählt worden, und zwar lediglich aus Gründen der Einheitlichkeit, nicht aber, weil sie irgendeinen Vorteil erbringt.

Bereits oben war angedeutet worden, daß es auch bei der Miteigentumlösung

(1) vgl. hierzu Baum, S. 111 ff.; v. Caemmerer, S. 46

(2) Fonds der Allfonds Gesellschaft für Investmentanlagen mbH, München; vgl. dazu Walter, S. 17

sung gerechtfertigt ist, ein Treuhandverhältnis im weiteren Sinne anzunehmen.

Eine Treuhandschaft kann nämlich auch durch Ermächtigung nach § 185 BGB zustandekommen. In diesem Fall bleibt der Treugeber Rechtsinhaber; er ermächtigt aber den Treuhänder, über das Recht in eigenem Namen zu verfügen. Durch die Ermächtigung wird also nicht das Recht selbst übertragen, sondern auf Grund schuldrechtlicher Absprache nur seine Ausübung überlassen (1).

Wenn auch bei den Investmentfonds auf Miteigentumsbasis durch das Gesetz die Stellung und Berechtigung des Treuhänders - nämlich der KAG - erweitert und fest umrissen worden ist, so kommt das Treuhandverhältnis selbst doch erst durch Vertrag zustande, d. h. durch Angebot und Annahme der Vertragsbedingungen zwischen KAG und Einleger.

Das Treuhandverhältnis hat dann aber nicht nur schuldrechtliche Wirkungen innerhalb der Vertragsparteien, sondern ist kraft positiver gesetzlicher Regelung auch gegenüber Dritten maßgebend.

Obwohl das Sondervermögen im gemeinschaftlichen Eigentum der Anteilinhaber steht, wird der KAG eine eigenrechtliche Machtstellung gegeben, und zwar derart, daß ausschließlich sie zur Verwaltung und Verfügung über das Fondsvermögen berechtigt ist (vgl. § 8 Abs. 1 KAGG). Den Anteilinhabern selbst bleibt nur noch die Möglichkeit, daß jeder für sich über sein Quotenrecht verfügen kann, indem er es veräußert oder gegen Zahlung des Wertes an die KAG zurückgibt.

Damit stellt sich dieses Rechtsverhältnis als eine besondere und neue Art der mittelbaren Stellvertretung dar (2), also als ein Rechtsgebilde, das im BGB nicht geregelt ist, sich aber z. B. im HGB beim Kommissions- und Speditionsverhältnis (§§ 383 ff., 407 ff. HGB) findet. Auch hier handelt die KAG im eigenen Namen, aber im Interesse von anderen. Sie ist nach außen hin Geschäftspartei, während die wirtschaftlichen Folgen ihres Handelns im Endergebnis die "Vertretenen" treffen.

(1) vgl. Siebert, S. 294 ff.; Palandt-Hoche, Einf. vor § 929 Anm. 7 C b. Nach der Einteilung von Schultze, Treuhänder im geltenden bürgerlichen Recht in IheringsJ 43, insbes. S. 88 ff., handelt es sich dann um einen "Treuhänder mit bloß obligatorischer Berechtigung". Seine Stellung ist vergleichbar mit der, die ein Testamentsvollstrecker im Fall des § 2208 Abs. II BGB den Erben gegenüber einnimmt.

(2) vgl. Siara-Tormann, § 8 Anm. I S. 40

Diese Gestaltung ist im Grunde ebenfalls eine Treuhandschaft (1), denn die KAG übt alle Befugnisse zu eigenem Recht aus, so als ob sie selbst Eigentümerin des Vermögens wäre.

Da also die Rechte und Pflichten der KAG genau die gleichen sind wie im Falle der sogenannten Treuhandlösung, erscheint die formale Zuordnung des Eigentums völlig nebensächlich. Man muß daher auch die allgemein als Miteigentumslösung gekennzeichnete Form als Regelung eines Treuhandverhältnisses ansprechen (2) (3).

III. Die Rechte der Anteilinhaber am Sondervermögen

1.) Entstehung der Anteilsrechte

Im vorausgegangenen Abschnitt ist näher ausgeführt worden, daß die Anteilinhaber bei der Miteigentumslösung die Eigentümer, in jedem Fall aber wirtschaftliche Eigentümer des Sondervermögens sind. Bevor auf den Inhalt und Umfang ihrer Rechte eingegangen werden soll, ist zu klären, wie die Beziehungen der Anteilinhaber zu dem Sondervermögen überhaupt zustandekommen.

Da die KAG den Investmentfonds ins Leben ruft und dann für seine Verwal-

-
- (1) Ebner v. Eschenbach spricht aus den gleichen Erwägungen bei der Miteigentumslösung stets von "Treumachtlösung", vgl. insbes. aaO., S. 20
 - (2) so auch Schäcker, S. 58-60
 - (3) Der Hinweis von Baum, S. 97, der Gesetzgeber sei der früher von der Bayerische Investment AG vertraglich festgelegten Lösung nicht gefolgt, sondern habe eindeutig bestimmt, daß bei der Treuhandlösung das Eigentum am Sondervermögen der KAG zustehe, ist nur dann richtig, wenn man als Treuhandlösung ausschließlich die fiduziarische Treuhandschaft gelten läßt. Im übrigen hat der Gesetzgeber aber auch durch die Miteigentumslösung die früher bei der Bayerische Investment AG versuchte Regelung (s. S. 28-29 dieser Arbeit) aufgegriffen, die damals allerdings auf allgemeinen und unzureichenden Rechtssätzen aufbauen mußte und daher zu wenig gesicherten Konstruktionen führte.

tung zuständig ist, kann eine Beteiligung nur unter Einschaltung der Gesellschaft entstehen. Die Beteiligung an einem Fonds setzt also voraus, daß der einzelne Investmentsparer mit der Gesellschaft in ein Vertragsverhältnis tritt.

Der Vertrag wird nach den allgemeinen Regeln der §§ 145 ff. BGB abgeschlossen (1).

Er ist zunächst auf den Erwerb des Anteilsrechts gerichtet. Sofern das Mit-eigentum an den Anlagepapieren verschafft werden soll, könnte man von einem Kaufvertrag sprechen (2). Schon rein dogmatisch steht jedoch einer solchen Annahme die Tatsache entgegen, daß die KAG gar nicht aus ihrem eigenen Vermögen das Anteilsrecht veräußert und dafür der Preis als Gegenwert in ihr Eigentum übergeht. Vielmehr fließt der Preis für die Ausgabe eines Anteilscheines dem Sondervermögen zu (§ 18 Abs. I S. 1 KAGG), als eine neue Einlage, um welche das Fondsvermögen vermehrt und deren Hingabe im Anteilschein verbrieft wird.

Die KAG selbst erhält im Zusammenhang mit der Aufnahme eines neuen Investmentsparers lediglich insofern eine Leistung, als sie bei der Ermittlung des Ausgabepreises nach § 18 Abs. II S. 2 KAGG einen Ausgabeaufschlag zum Inventarwert hinzurechnen kann. Es beträgt bei den deutschen KAG's regelmäßig 3 %. Soweit dieses Aufgeld zur Deckung der von der KAG aufgetragenen Unkosten (z. B. für den Druck der Anteilscheine) dient, fließt es ihrem eigenen Vermögen zu. Soweit aber, wie es in der Praxis üblich ist, in dem Aufgeld auch die Spesen, die durch den Ankauf entsprechender Wertpapiere entstehen, berücksichtigt werden, muß dieser Zuschlagsteil dem Sondervermögen zugeführt werden, da aus dem Sondervermögen auch die Spesen für den Ankauf der Anlagepapiere bezahlt werden (3).

Im übrigen ist die Absprache, die auf Erwerb eines Beteiligungsrechtes unter Aushändigung eines Anteilscheines gerichtet ist, weder der einzige noch der wesentlichste Bestandteil des zwischen KAG und Investmentsparer abzuschließenden Vertragsverhältnisses. Der Erwerb des Anteilsrechtes kann nicht abgelöst von den sonstigen Rechten und Pflichten betrachtet werden, die durch die detaillierten gesetzlichen Bestimmungen zwangsläufig mit entstehen.

-
- (1) Wie Angebot und Annahme erteilt werden, untersucht Schäcker eingehend auf S. 49-54
 - (2) so Boveri, S. 16
 - (3) vgl. Siara-Tormann, § 18 Anm. II, S. 64

Sie betreffen hauptsächlich die Verpflichtung der KAG, die für das Sondervermögen bestimmten Kapitalbeträge, soweit tunlich, in Wertpapieren risikoloser anzulegen und zweckgemäß und gewinnbringend zu verwalten. Alle Leistungen, welche die KAG zu erbringen hat und die später im einzelnen ausführlicher zur Sprache kommen werden, haben Handlungen zum Inhalt.

Will man sie einem der Vertragstypen des BGB unterordnen, so ist an einen Dienstvertrag zu denken, der eine Geschäftsbesorgung zum Gegenstand hat (§§ 611, 675 BGB). Geschäftsbesorgungen i. S. des § 675 BGB liegen jedenfalls dann vor, wenn es sich um eine selbständige Tätigkeit wirtschaftlicher Art handelt, die für einen anderen und in dessen Interesse vorgenommen wird. Dazu gehören nicht nur rechtsgeschäftliche und rechtsgeschäftsähnliche, sondern auch tatsächliche Handlungen (1).

Daß die KAG ihre Tätigkeit in Bezug auf das Sondervermögen selbständig ausübt, kann nicht zweifelhaft sein. Auch hinsichtlich der anderen Begriffsmerkmale bestehen keine Bedenken. Die Treuhändertätigkeit, wie sie auch bei der KAG anzunehmen ist, stellt gerade einen typischen Fall des § 675 BGB dar.

Demgemäß wird das zwischen der KAG und jedem Investmentsparer zustandekomende Rechtsverhältnis auch, soweit ersichtlich, von allen mit dieser Frage befaßten Autoren als Geschäftsbesorgungsvertrag gewertet (2).

Die einschlägigen Bestimmungen des bürgerlichen Rechts finden jedoch nur dann Anwendung, wenn die Vertragsbedingungen nicht eine besondere Regelung vorsehen. Diese Vertragsbedingungen werden zum Gegenstand des einzelnen Vertragsverhältnisses.

Sie sind ihrer Rechtsnatur nach allgemeine Geschäftsbedingungen, wie sie auch sonst im Wirtschaftsleben gebräuchlich und zu beachten sind. Auch hier wird der Inhalt einer Vielzahl zukünftiger, gleichartiger Vertragsverhältnisse in allen rechtlich bedeutsamen Punkten durch abstrakte, allgemein anwendbare Formulierungen im voraus festgelegt.

Trotz der generellen Regelung sind sie aber im Einklang mit der herrschen-

-
- (1) vgl. Palandt-Gramm, § 675 Anm. 2a; RGRK, § 675 Anm. 1; Enneccerus-Lehmann § 164, S. 692; Staudinger-Nipperdey, § 675 Anm. 18
- (2) Meyer-Cording, aaO., S. 82; Barocka, S. 62; Geßler, S. 20; Dürre-Full, § 14 Erl. 1, S. 21; Schäcker, S. 57; Engler, S. 260; wohl auch Siara-Torrmann, § 11 Anm. VII, S. 50

den Lehre nur Ausdruck des Parteiwillens und somit vertragliches Recht. Sie besitzen keine Normqualität, da den Wirtschaftsunternehmen oder -verbänden verfassungsrechtlich jede Befugnis fehlt, eine objektive Rechtsordnung zu setzen (1).

Nach § 14 Abs. I S. 1 KAGG müssen die Vertragsbedingungen, nach denen sich das Rechtsverhältnis der KAG zu den Anteilhabern bestimmt, bereits vor Ausgabe der Anteilscheine schriftlich festgelegt sein. Damit wird als selbstverständlich vorausgesetzt, daß sich die KAG's besonderer allgemeiner Geschäftsbedingungen bedienen. Schon aus technischen Erwägungen wären sie außerstande, mit jedem Kapitaleinleger individuell ausgestaltete Verträge einzugehen. Außerdem würde es dem Unternehmenszweck der kollektiven Kapitalanlage zuwiderlaufen, wenn sie die Beziehungen zu den einzelnen Anteilhabern, die in eine Rechtsgemeinschaft zueinander treten (2), unterschiedlich regeln wollten. Daher kann es auch nicht angehen, daß etwaige besondere Wünsche eines Investmentsparers berücksichtigt werden, jedenfalls nicht, soweit sie seine Rechtsstellung in Bezug auf das Sondervermögen betreffen (3).

Damit ist es den Einlegern als den eigentlichen Vermögensträgern von vornherein benommen, an der Ausgestaltung ihrer Rechte mitzuwirken. Sie haben nur die Möglichkeit, unter den Vertragsbedingungen der bestehenden Fonds diejenigen auszuwählen, die ihnen am günstigsten erscheinen. Über den Umfang ihrer Rechtsstellung bestehen jedoch in der Praxis keine nennenswerten Unterschiede, auch dort nicht, wo unbeschadet der gesetzlichen Bestimmungen weitere Rechte (z. B. Mitspracherechte) geregelt werden könnten.

Da die Anteilhaber keinen direkten Einfluß auf die Vertragsbedingungen nehmen können, die Vertragsbedingungen aber für ihre Rechtsstellung entscheidend sind, hat der Gesetzgeber sich veranlaßt gesehen, im Interesse und zum Schutze der Anteilhaber in die Ausgestaltung der Vertragsbedingungen einzugreifen. § 14 Abs. III KAGG zählt die Punkte auf, die notwen-

-
- (1) vgl. für viele Staudinger-Coing, Vorbem. § 145 Anm. 24a; Enneccerus-Nipperdey, § 163 VI, 2
 - (2) Ausführlich darüber S. 161 ff.
 - (3) vgl. auch § 17 Abs. II S. 2 KAGG, wonach die Anteile an einem Sondervermögen nicht verschiedene Rechte haben dürfen.

dig in den Vertragsbedingungen geregelt sein müssen (1).

Diese Bestimmung hat allerdings keine unmittelbar materiell-rechtliche Wirkung, d.h. sie wird nicht ipso iure zum Inhalt von Vertragsbedingungen über Investmentfonds. Das läßt sich auch deswegen nicht annehmen, weil sie ihren Formulierungen zufolge nur den Rahmen steckt, innerhalb dessen eine verschiedenartige Konkretisierung möglich und geboten ist.

Da jedoch gemäß § 14 Abs. II S. 1 KAGG alle Vertragsbedingungen von der Bankaufsichtsbehörde genehmigt werden müssen und die Genehmigung nur erteilt werden soll, wenn die in § 14 Abs. III KAGG verlangten Erfordernisse erfüllt sind, wird zugleich die Einhaltung dieser Bestimmung in wirksamer Weise gewährleistet (2).

-
- (1) "a) nach welchen Grundsätzen die Auswahl der zu beschaffenden Wertpapiere erfolgt;
- b) ob die zum Sondervermögen gehörenden Gegenstände im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft oder im Miteigentum der Anteilinhaber stehen;
- c) welcher Anteil des Sondervermögens höchstens in Bankguthaben gehalten werden darf;
- d) ob und gegebenenfalls in welcher Höhe ein Mindestanteil des Sondervermögens in Bankguthaben gehalten wird;
- e) welche Vergütung die Kapitalanlagegesellschaft für die Verwaltung des Sondervermögens erhält und welche Aufwendungen ihr zu ersetzen sind;
- f) wie hoch der Aufschlag bei der Ausgabe der Anteilscheine ist (§ 18 Abs. 2);
- g) unter welchen Voraussetzungen und zu welchen Bedingungen die Anteilinhaber die Rücknahme der Anteilscheine von der Kapitalanlagegesellschaft verlangen können;
- h) in welcher Weise und zu welchen Stichtagen der Rechenschaftsbericht über die Entwicklung des Sondervermögens und seine Zusammensetzung erstattet und der Öffentlichkeit zugänglich gemacht wird;
- i) ob und in welchem Umfang Erträge des Sondervermögens auszusütten und wie die Veräußerungsgewinne zu verwenden sind."
- (2) Im übrigen erfolgt die Genehmigung nach allgemeinen verwaltungsrechtlichen Grundsätzen. Die Bankaufsichtsbehörde ist hierbei nicht durch irgendwelche Rechtsnormen bestimmt gebunden. Sie hat lediglich nach pflichtgemäßem Ermessen zu entscheiden, wobei sie insbesondere die Interessen der künftigen Investmentssparer als auch die der Allgemeinheit berücksichtigen muß; vgl. Dürre, Investmentssparen und Investmentgesellschaften, Sparkasse 1956, S. 148; ferner Schäcker, S. 46 ff.; Siara-Tormann, § 14 Anm. III S. 56.

Erst nach der Genehmigung können die Vertragsbedingungen zum Gegenstand von Einzelverträgen gemacht werden. Man wird nämlich ihre Notwendigkeit nicht anders als bei behördlichen Genehmigungen von sonstigen Rechtsgeschäften zu beurteilen haben. Danach kommt dem Genehmigungsbescheid privatrechtlich gestaltende Rechtswirkung zu (1). Er ist somit gesetzliche Wirksamkeitsvoraussetzung für die Anwendbarkeit der Vertragsbedingungen. Vertragsverhältnisse, die eine KAG bereits zuvor mit Anteilinhabern eingehen würde, wären bis zur behördlichen Entscheidung schwebend unwirksam (2).

Die KAG's halten sich regelmäßig die Möglichkeit offen, ihre Vertragsbedingungen abzuändern. Hierin liegt naturgemäß ein Nachteil für die Investensparer, die jederzeit damit rechnen müssen, daß ohne ihre Zustimmung die KAG verbindlich die Rechtsbeziehungen in einzelnen Punkten neu regelt. Dennoch wird man derartige Befugnisse zu einseitigen Änderungen - wie sie auch sonst bei allgemeinen Geschäftsbedingungen vorkommen - unter gewissen Voraussetzungen für zulässig halten müssen.

Nachdem grundsätzlich ein bestehendes Vertragsverhältnis nicht von einer Partei allein umgestaltet werden kann, ist es zunächst erforderlich, daß die Möglichkeit zu späterer Änderung von vornherein ausdrücklich vereinbart, d. h. in die ursprünglichen Vertragsbedingungen aufgenommen worden ist.

Nach § 315 Abs. I BGB kann es einer Vertragspartei überlassen werden, von sich aus die Leistung zu bestimmen. Dies muß auch für den Fall gelten, daß bei einem Dauerschuldverhältnis die ursprünglich vereinbarte Leistung zu einem zukünftigen Zeitpunkt neu festgelegt werden soll. Als Leistung kommt theoretisch alles in Betracht, was einer der Vertragsschließenden auf Grund der vorgesehenen Rechte und Pflichten zu erbringen hat. Wenn also die Leistung abgeändert werden kann, so liegt darin auch eine Neubestimmung der vertraglichen Rechte und Pflichten.

Sie ist jedoch gemäß § 315 Abs. I, III BGB nach billigem Ermessen zu treffen. Allgemein läßt sich im Hinblick auf allgemeine Geschäftsbedingungen sagen, daß ein Unternehmer nur so weit von den bestehenden Rechtsbeziehungen abweichen darf, als die Grundlage des Geschäfts, vor allem das wirtschaftliche Verhältnis von Leistung und Gegenleistung, nicht wesentlich verhöhoben wird (3). Einseitige Vertragsänderungen durch eine KAG können also nur dann verbindlich sein, wenn sie nicht grundlegende Abreden umsto-

(1) vgl. Palandt-Danckelmann, § 275 Anm. 9a

(2) vgl. Dürre-Full, § 14 Erl. 3 S. 21

(3) Raiser, aaO., S. 228

ßen (1).

Da Vertragsbedingungen, wie bereits ausgeführt, ohne Genehmigung der Bankaufsichtsbehörde keine Rechtswirksamkeit entfalten können, muß auch jede Neufassung genehmigt werden, bevor sie verbindlich werden kann (2). Die Einschaltung der Aufsichtsbehörde bietet auch hier eine gewisse Sicherheit, daß die Interessen der Anteilinhaber bei der Möglichkeit einseitiger Vertragsänderungen ebenfalls gewahrt bleiben.

Im übrigen ist die Depotbank bei einer unbilligen Vertragsänderung berechtigt und verpflichtet, die Ansprüche der Anteilinhaber gegen die KAG geltend zu machen (§ 11 Abs. VIII Ziff. 1 KAGG). Sie müßte notfalls eine gerichtliche Entscheidung gemäß § 315 Abs. III S. 2 BGB herbeiführen. Zu solchen Maßnahmen wird es jedoch in der Praxis kaum kommen, da die Depotbanken regelmäßig Gesellschafter der jeweiligen KAG sind und bei Vertragsänderungen ihre vorherige Mitwirkung - entweder über den Aufsichtsrat oder in ihrer Eigenschaft als Depotbank - meist sogar ausdrücklich in den Bedingungen vorgesehen ist.

Der einzelne Anteilinhaber selbst hat grundsätzlich keine Möglichkeit, etwas gegen eine Vertragsänderung zu unternehmen. Wenn er die neuen Bedingungen nicht in Kauf nehmen will, bleibt ihm nichts anderes übrig, als durch Veräußerung oder Rückgabe seines Anteilscheines die vertraglichen Beziehungen gänzlich zu lösen.

2.) Übertragung der Anteilsrechte durch die KAG

Nachdem feststeht, daß die Beteiligung an einem Investmentfonds nur über einen Vertrag mit der KAG möglich ist, und die Grundlagen dieses Vertragsverhältnisses erläutert worden sind, ist auf die Übertragung der Rechte im einzelnen einzugehen.

-
- (1) so auch Barocka, S. 128; Meyer-Cording ZHR 115, S. 83; Geßler, S. 23. Schäcker, S. 61, weist in diesem Zusammenhang mit Recht darauf hin, daß den Vertragsbedingungen der Union-Investment-Gesellschaft, wonach die Änderung einiger grundlegender Abreden nur mit Zustimmung einer Versammlung der Anteilinhaber zulässig sei, keine besondere Bedeutung zukomme, da eine einseitige Abänderung solcher Bestimmungen schon § 315 Abs. I, III BGB zuwiderlaufe.
- (2) vgl. hierzu auch Dürre-Full, § 14 Erl. 2 S. 21

Mit Abschluß des Vertrages mit der KAG erhält der Einleger einen Anteilschein von der mit der Ausgabe betrauten Depotbank (§ 11 Abs. I S. 1 KAGG). In dem Anteilschein, der in der Praxis häufig auch als Investmentzertifikat bezeichnet wird, sind die Ansprüche des Anteilhabers gegenüber der KAG verbrieft (§ 17 Abs. I S. 1 KAGG).

Mit der gesetzlichen Regelung des Anteilscheins wurde ein neuer Wertpapiertypus geschaffen (1). Es handelt sich um eine Urkunde, deren Besitz zur Ausübung der in ihr verbrieften Rechte notwendig ist (2).

Sowohl die Weiterveräußerung als auch die Geltendmachung der verbrieften Rechte sind von der Vorlegung des Anteilscheins abhängig, wie die §§ 10 Abs. II, 17 Abs. I KAGG zeigen.

Die Anteilscheine können nach § 17 Abs. I S. 2 KAGG auf den Inhaber oder auf Namen ausgestellt werden. Im letzteren Falle gelten die §§ 61, 62 AktG entsprechend. Die Anteilscheine werden dann also wie die Namensaktien als geborene Orderpapiere behandelt. Nur derjenige gilt der KAG gegenüber als Berechtigter, der im Anteilscheinbuch eingetragen ist (3).

Da das Recht aus dem Papier dem Recht am Papier folgt, werden die verbrieften Rechte mit Einigung und Übergabe des Anteilscheines übertragen; bei Namenszertifikaten muß ein Indossament hinzukommen. Somit sind die Anteilscheine negotiable Papiere wie Aktien und Schuldverschreibungen. Das für diese geltende Recht, insbesondere des gutglaubigen Erwerbs (§§ 932, 935 Abs. II BGB, § 16 Abs. II WG), erstreckt sich auch auf die Investmentzertifikate (4).

Nach § 17 Abs. II S. 1 KAGG können Anteilscheine über einen oder mehrere Anteile desselben Sondervermögens ausgestellt werden. Damit gibt der Gesetzgeber zu erkennen, daß die Anteilscheine nicht - wie in § 8 AktG - auf einen Nennwert, sondern auf eine Stückzahl lauten sollen. Diese Regelung zeugt von der Einsicht, daß es bei einer Beteiligung an einer Kapitalansammlung, die Kurswerten unterworfen ist, lediglich auf die Quote, nicht aber auf einen Nennwert ankommt, der praktisch bedeutungslos ist und

- (1) vgl. Siara-Tormanu, § 17 Anm. I, S. 60; Geßler, S. 24; Schuler NJW 1957 S. 1051
- (2) zur Definition eines Wertpapiers vgl. Hueck, Recht der Wertpapiere, 1963, S. 1 ff.; J. von Gierke, Recht der Wertpapiere, 1954, S. 3; RGRK Vorbem. 1 vor § 793; Palandt-Gramm, Einf. 1) vor § 793.
- (3) vgl. Schuler NJW 1957 S. 1053
- (4) v. Caemmerer, S. 48

höchstens zu Irrtümern über den wahren Wert Anlaß gibt (1).

In § 17 Abs. II S. 2 KAGG wird weiterhin bestimmt, daß die Anteile an einem Sondervermögen nicht verschiedene Rechte haben dürfen und sämtliche zum Sondervermögen gehörenden Gegenstände umfassen müssen.

Diese Vorschrift könnte man vielleicht als Beweis dafür heranziehen, daß der Anteilschein im Falle der Miteigentümlösung auch die dinglichen Rechte an den zum Sondervermögen gehörenden Gegenständen verbrieft.

Dem ist jedoch entgegenzuhalten, daß § 17 Abs. II KAGG keinen Unterschied zwischen der Miteigentümlösung und der Treuhandlösung im engeren Sinne macht. Sie gilt also auch, wenn die zum Sondervermögen gehörenden Gegenstände im Eigentum der KAG stehen. In diesem Fall haben die Anteilinhaber gar keine dinglichen, sondern nur obligatorische Rechte. Ihre Rechtsstellung ist, wie bereits ausgeführt, lediglich quasidinglich geschützt. Infolgedessen können auch keine Sachenrechte in den Anteilschein einbezogen sein.

Aus dieser Überlegung heraus ist das Wort "umfassen" in der genannten Gesetzesvorschrift nicht ohne weiteres als Ausdruck einer dinglichen Rechtsbeziehung zu verstehen, sondern die ganze Wendung ist so zu lesen, daß "die Anteile sich auf sämtliche zum Sondervermögen gehörenden Gegenstände (und nicht nur auf einen eingeschränkten Teil) beziehen" müssen.

Es bleibt danach noch die Frage offen, ob ein Anteilschein bei der Miteigentümlösung per se auch die dinglichen Rechte des Einlegers am Sondervermögen verbrieft.

Vorweg ist festzuhalten, daß das Sondervermögen nur eine wirtschaftliche, nicht aber eine rechtliche Einheit darstellt. Selbst wenn man es als eine Sachgesamtheit ansieht, die eine Vielheit von Einzelsachen infolge ihrer gemeinsamen wirtschaftlichen Zweckbestimmung miteinander verbunden erscheinen läßt und die im Verkehr mit einem einheitlichen Namen belegt wird, so kann es doch sachenrechtlich nicht als Einzelsache behandelt werden. Vielmehr kann Eigentum usw. nur an den einzelnen Gegenständen, nicht aber an dem Sachinbegriff als solchem bestehen (2).

In Anbetracht dieses Umstandes wird bei der Eigentumsfrage im KAGG im-

-
- (1) vgl. hierzu die ausführliche Schrift von Coing-Kronstein, Die nennwertlose Aktie als Rechtsproblem, Frankfurt a. M., 1962
 - (2) vgl. Staudinger-Coing, Vorbem. 12 vor § 90; Palandt-Danckelmann, Vorbem. 3 e) vor § 90.

mer genau von den "zum Sondervermögen gehörenden Gegenständen", nicht aber vom Sondervermögen schlechthin gesprochen (vgl. §§ 6 Abs. I, 14 Abs. III Ziff. b), 17 Abs. III).

Außerdem ist zu berücksichtigen, daß im Sondervermögen nicht nur körperliche Gegenstände, also Sachen i. S. des § 90 BGB enthalten sind, sondern auch Forderungen, an denen jeder einzelne Investmentsparer anteilmäßig beteiligt sein muß. Wenn also von dinglichen Rechten an dem Sondervermögen die Rede ist, so kommen streng genommen nur die eigentumsfähigen Wertpapiere in Betracht, die allerdings den Hauptteil des Fonds ausmachen.

Auf den ersten Blick mag es selbstverständlich erscheinen, daß jeder Anteilschein eben den Anteil, d. h. auch das Miteigentum nach ideellem Bruchteil, am Fondsvermögen verbrieft. In § 17 Abs. I S. 1 KAGG wird jedoch gesagt, daß "in den Anteilscheinen die Ansprüche des Anteilinhabers gegenüber der KAG verbrieft werden". Gegen die KAG bestehen nur schuldrechtliche Ansprüche, vor allem auf Verwaltung des Sondervermögens. Hier geht es jedoch um die dinglichen Rechte am Sondervermögen.

Einen weiteren Ansatzpunkt bietet § 17 Abs. III KAGG. Nach dieser Vorschrift geht im Fall der Miteigentumlösung mit der Übertragung der in dem Anteilschein verbrieften Ansprüche auch der Anteil an dem zum Sondervermögen gehörenden Gegenständen über, falls der Anteilschein veraußert oder über ihn sonstwie verfügt wird.

Wenn auch der Gesetzgeber hierbei zwischen den im "Anteilschein verbrieften Ansprücher" und dem "Anteilsrecht am Sondervermögen" unterschieden hat, so verknüpft doch § 17 Abs. III KAGG das dingliche Anteilsrecht so unlösbar mit dem Schicksal des Anteilscheins, daß es praktisch einer Mitverbrieftung gleichkommt. Zur Unterstützung dieses Argumentes kann auch § 1 Abs. I KAGG herangezogen werden, in dem es heißt, daß über die sich hieraus - nämlich aus der Anlage eines Investmentfonds - ergebenden Rechte der Anleger Anteilscheine auszustellen sind.

Intolgedessen wird im Schrifttum ganz überwiegend die Auffassung vertreten, daß der Anteilschein nicht bloß eine Schuldverschreibung ist, die schuldrechtliche Ansprüche gegen die KAG beinhaltet, sondern auch die dingliche Teilhaberschaft am Sondervermögen verbrieft und bei der sogenannten Treuhandlösung den Anteil an allen den Einlegern gemeinschaftlich zustehenden Forderungsrechten (1).

(1) so v. Caemmerer, S. 48; Siara-Tormann, § 18 Anm. I S. 63; Geßler, S. 25; Schuler, S. 1051/52; ferner auch Boveri, S. 92; a. A. Ebner v. Eschenbach, S. 160 ff.

Diese Auffassung wird im Ergebnis auch von Schäcker (1) gebilligt. Er führt allerdings in sehr sorgfältigen Untersuchungen (2) aus, daß durch die Ausgabe eines Anteilscheines an den Ersterwerber das Anteilsrecht nicht automatisch mitübergeht. Vielmehr vollzieht sich die Übertragung, zu welcher die KAG nach dem Investmentvertrag verpflichtet ist, nach den allgemeinen Regeln des bürgerlichen Rechts.

Da das Recht des einzelnen Miteigentümers in unserer Rechtsordnung Eigentum ist (3), wird wie beim Alleineigentum gemäß §§ 929 ff. BGB erworben. In Anbetracht der Vorschrift, daß sich das Sondervermögen ausschließlich in Verwahrung der Depotbank befinden darf (§ 11 KAGG), kann der Miteigentumsanteil an jedem Wertpapier auf einen neuen Ersterwerber nur ohne Verschiebung des unmittelbaren Besitzes übertragen werden. Konstruktiv bietet sich eine Lösung über § 931 BGB an. Die KAG tritt jedem neu hinzukommenden Einleger den auf Grund des Verwahrungsvertrages mit der Depotbank bestehenden vertraglichen Herausgabeanspruch gemäß § 398 BGB - gleichzeitig mit allen sonstigen zum Investmentfonds gehörenden Rechten - zu einem entsprechenden Bruchteil ab und macht ihn zum mitteilbaren Mitbesitzer (§ 871 BGB) an den Anlagepapieren (4).

Der Herausgabeanspruch des einzelnen Anteilinhabers steht allerdings nur auf dem Papier, da er in Wirklichkeit auf Grund der gesetzlichen und vertraglich unabdingbaren (5) Ermächtigung des § 8 Abs. I S. 1 KAGG nicht ausgeübt werden kann. Nur die KAG ist berechtigt, über die Anlagewerte und damit auch über die Herausgabeansprüche zu verfügen. Sie allein kann daher jeden dieser Ansprüche im eigenen Namen abtreten, und zwar vollständig, wenn ein Anlagepapier an Außenstehende verkauft werden soll, oder nur zu einem Bruchteil, um neue Anteile auf hinzukommende Einleger zu übertragen (6).

(1) aaO, S. 80

(2) aaO, S. 85 ff.

(3) vgl. Palandt-Hoche, Einf. 2) vor § 1008

(4) vgl. zur Konstruktion des Eigentumsübergangs auch Dürre-Full, § 17 Erl. 2 S. 23; Meyer-Cording ZHR 115 S. 85; Barocka, S. 63; Goldschmidt, S. 63

(5) vgl. Dürre-Full, S. 18

(6) vgl. Schäcker, S. 95

3.) Übertragung der Anteilsrechte durch Weiterveräußerung

Anders als im vorstehenden Abschnitt beschrieben, vollzieht sich die Anteilsübertragung von einem Ersterwerber auf einen Käufer.

In diesem Fall sind bereits in der Person des Veräußerers sämtliche Ansprüche und Rechte gegenüber der KAG bzw. in Bezug auf das Sondervermögen vorhanden. Gemäß § 17 Abs. I in Verbindung mit Abs. III KAGG kann er über seinen Anteil nur durch Einigung und Übergabe des Inhabertifikats bzw. durch Indossierung und Übergabe des Namenszifikats verfügen. Geschieht das, so geht neben den schuldrechtlichen Ansprüchen gegenüber der KAG kraft der Bestimmung des § 17 Abs. III S. 1 KAGG auch der Anteil des Veräußerers an den zum Sondervermögen gehörenden Gegenständen auf den Erwerber über.

Während also der Anteilschein selbst nach den sachenrechtlichen Vorschriften des BGB übertragen wird, stützt sich der Erwerb des Miteigentums am Sondervermögen nicht auf die klassischen Übereignungsformen der §§ 929 ff. BGB. Damit hat der Gesetzgeber eine für das deutsche Recht neue Form des Eigentumsübergangs geschaffen (1) (2).

Bemerkenswert für die Frage des Miteigentums am Sondervermögen ist noch, wie die Rechte der vorhandenen Anteilinhaber stets den ganzen jeweiligen Bestand erfassen, der ja in seiner Höhe und Zusammensetzung dauernden Änderungen unterliegt.

Um zu erklären, wie die Anteilinhaber an den neu angeschafften Wertpapieren beteiligt werden, war vor Inkrafttreten des KAGG ein kompliziertes Ver-

-
- (1) vgl. Siara-Tormann, § 17 Anm. III S. 62
 - (2) Bei der Weiterübertragung des Anteilscheines treten im Ergebnis die gleichen Rechtswirkungen ein, wie sie von den Traditionspapieren her bekannt sind. Dennoch wird man den Anteilschein nicht als Traditionspapier im herkömmlichen Sinne bezeichnen können. Einmal hat der Gesetzgeber den Ausnahmecharakter der sogenannten Traditionspapire in allen Fällen (§§ 424, 450, 650 HGB) fast gleichlautend durch Definitionen gekennzeichnet, von denen sich die Formulierung in § 17 Abs. III KAGG deutlich unterscheidet. Außerdem kann bei einem Traditionspapier die betreffende Ware auch ohne Papier übertragen werden, während über die Miteigentumsquote an dem Investmentfonds niemals ohne Zertifikat verfügt werden kann (§ 17 Abs. III S. 3 KAGG); vgl. v. Caemmerer, S. 48 Fußnote 57; insbesondere auch Schuler, S. 1052/53; a. A. Dürre-Full, § 17 Erl. 2 S. 23; Consbruch, S. 340; Geßler, S. 25.

tragssystem notwendig, auf Grund dessen die KAG jedesmal Miteigentum nach Bruchteilen übertragen mußte. Heute ist durch § 6 Abs. II KAGG eine einfachere Lösung ermöglicht.

Nach dieser Vorschrift gehört zum Sondervermögen alles, was die KAG auf Grund eines zum Sondervermögen gehörenden Rechts oder durch ein Rechtsgeschäft erwirbt, das sich auf das Sondervermögen bezieht. Die erworbenen Gegenstände werden also unmittelbar und ohne Durchgangserwerb der KAG Bestandteil des Sondervermögens und damit der Rechtszuständigkeit seiner Inhaber zugeführt. Es kommt nicht darauf an, ob ausdrücklich oder stillschweigend für das Sondervermögen gehandelt wird. Selbst ein gegen teiliger Wille wäre unbeachtlich (1).

§ 6 Abs. II KAGG legt also eine dingliche Surrogation fest (2). Wenn Wertpapiere für den Investmentfonds angeschafft werden, so liegt allerdings kein Erwerb auf Grund eines zum Sondervermögen gehörenden Rechts vor (3). Vielmehr handelt es sich um ein Rechtsgeschäft, das sich auf das Sondervermögen bezieht.

Wann diese Voraussetzungen vorliegen, läßt sich nach den gleichen Grundsätzen entscheiden, wie sie Lehre und Rechtsprechung für die vergleichbaren Surrogationsvorschriften des bürgerlichen Rechts entwickelt haben (4). Danach ist erforderlich, daß ein innerer Zusammenhang zu dem Sondervermögen hergestellt wird. Werden die Anlagepapiere mit Mitteln des Sondervermögens erworben, so ist entsprechend der heute herrschenden Auffassung (4) die erforderliche Beziehung anzunehmen (5).

(1) vgl. Geßler, S. 15; Siara-Tormann, § 8 Anm. I S. 40

(2) wie sie der Gesetzgeber ähnlich lautend auf mehreren Gebieten des bürgerlichen Rechts, z. B. in § 2041 oder § 1370 a. F. BGB, aufgestellt hat.

(3) Darunter fallen in erster Linie Dividenden und Zinsen, vgl. S. 85

(4) vgl. Kipp-Coing § 105 II 2 a; Staudinger-Lehmann § 2041 Anm. II 2; Palandt-Keidel, § 2041 Anm. 1; RGRK, § 2041 Anm. 1

(5) Anders verhält es sich, wenn die KAG Wertpapiere aus ihren eigenen Mitteln erwirbt. In diesem Fall muß neben einer gegenständlichen Beziehung des Rechtsgeschäfts zum Sondervermögen der Wille der KAG gegeben sein, für Rechnung der Anteilinhaber zu handeln. Wann eine entsprechende Willensrichtung vorliegt, ist Tatfrage und nach den Umständen zu beantworten. Vgl. auch Schäcker, S. 88

IV. Das Recht auf Auszahlung von Erträgen

Dieses Recht ist nicht grundsätzlich im KAGG verankert. Vielmehr hat der Gesetzgeber die Gewinnausschüttung in anderem Zusammenhang nebenbei erwähnt (§ 11 Abs. IV) und im übrigen ihre Regelung den Vertragsbedingungen überlassen (§ 14 Abs. III Ziff. i).

Bei der ursprünglichen Fassung des KAGG war zweifelhaft, ob dessenungeachtet nicht doch aus dem Gesetz eine Rechtspflicht der KAG zur Gewinnausschüttung herausgelesen werden mußte. Erst seit dem Änderungsgesetz vom 9. 8. 1960 (1) ist klargestellt, daß es den Gesellschaften freisteht, in ihren Vertragsbedingungen entweder die Ausschüttung der Erträge oder ihre Wiederanlage im Fonds vorzusehen (2).

Die meisten Fonds tragen aber auch weiterhin dem Wunsche der Sparer Rechnung, aus ihrer Kapitalanlage eine gute, laufende Rendite zu beziehen (3). Die Vertragsbedingungen legen dementsprechend fest, daß nicht nur vereinnahmte Zinsen und Dividenden ausgeschüttet werden, sondern auch Veräußerungsgewinne, Erlöse aus der Verwertung von Bezugsrechten und Freiaktien sowie ähnliche Einnahmen des Fonds, soweit diese nicht nach dem Ermessen der Gesellschaft zur Wiederanlage verwendet werden.

Der Gesetzgeber wollte ursprünglich verbieten, daß Veräußerungsgewinne ausgeschüttet werden (4), da diese ein liquidiertes Teil der Substanz sind und die Substanz jedenfalls den Anteilhabern erhalten bleiben soll. Man kam

- (1) Gesetz zur Änderung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften und des Kapitalverkehrssteuergesetzes vom 9. 8. 1960 (BGBl. Nr. 45 S. 682/3)
- (2) Anlaß zu dieser Neuregelung war vor allem der Aktien-Wachstumsfonds Thesaurus, der im November 1958 von der Deutscher Investment-Trust GmbH errichtet worden war. Er hatte von vornherein in den Vertragsbedingungen eine Thesaurierung aller Erträge vorgesehen, um damit Sparer anzusprechen, denen es bei einer Geldanlage weniger auf laufende Erträge als auf ein Wachstum der Substanz ankommt. Einen besonderen Anreiz erhoffte man sich offenbar durch steuerliche Vorteile, vgl. dazu Industrie-Kurier v. 9. 12. 1958 S. 2. Dieser letztere Gesichtspunkt ist allerdings durch das Änderungsgesetz vom 9. 8. 1960, das eine Versteuerung nicht ausgeschütteter Gewinne vorschreibt, gegenstandslos geworden.
- (3) Unter den Neugründungen bis Ende 1964 waren lediglich zwei weitere Wachstumsfonds.
- (4) 2. Gesetzentwurf von 1955, BT-Drucksache 2. Wahlperiode Nr. 1585

jedoch zu der Ansicht, es müsse der Geschäftspolitik überlassen bleiben, darüber zu entscheiden, ob im Einzelfall eine Auszahlung angebracht und zweckgerecht ist. Die Vertragsbedingungen müssen jedoch ausdrückliche Angaben enthalten, wenn die KAG dazu ermächtigt sein soll (1).

Im übrigen müssen die KAG's bei der Bekanntmachung über die Gewinnausschüttung mitteilen, in welcher Höhe gegebenenfalls Veräußerungsgewinne darin enthalten sind (§ 15 Abs. II KAGG). Die Gesellschaften kommen dieser Verpflichtung in der Regel dadurch nach, daß sie in ihrem gemäß § 20 Abs. I KAGG zu erstellenden jährlichen Rechenschaftsbericht erläutern, aus welchen Einnahmen sich der Ertrag je Anteil zusammensetzt.

Dies zu wissen, ist für den Anteilinhaber einmal deshalb wichtig, weil derjenige Teil der Ausschüttung, der auf Veräußerungsgewinnen beruht, grundsätzlich steuerfrei ist (§ 21 Abs. II S. 2 KAGG). Zum anderen macht eine solche Aufgliederung anschaulich, worauf die Geschäftserfolge der Fondsverwaltung hauptsächlich zurückzuführen sind. Daraus lassen sich wiederum interessante Schlüsse ziehen. Wenn z. B. die Veräußerungsgewinne gegenüber den sonstigen Einnahmen unverhältnismäßig hoch sind, wird man folgern können, daß die Geschäftsleitung nicht so sehr eine beständige Anlage in Wertpapieren mit sicherer und angemessener Rendite verfolgt als vielmehr auf häufige Mitnahme von Kursgewinnen bedacht ist und zu spekulativer Geschäftspolitik neigt.

Die Höhe der Gewinnausschüttung wird jeweils von der KAG festgesetzt. Die Anteilinhaber können weder direkt noch indirekt auf die Entschließung der Fondsverwaltung einwirken. Sie haben lediglich Anspruch darauf, daß die KAG gemäß den Vertragsbedingungen verfährt.

Allerdings bestimmen die Vertragsbedingungen üblicherweise, daß Dividenden und Zinsen voll auszuschütten sind; insofern liegt die Gewinnfestsetzung also nicht im Ermessen der KAG. Einen weiten Spielraum hat sie dagegen hinsichtlich der sonstigen Einnahmen, bei denen sie sich in aller Regel eine Verwendung nach ihrem Gutdünken vorbehält.

Von den bei der Gewinnfestsetzung ermittelten Brutto-Erträgen wird regelmäßig als Aufwendung die Entschädigung abgezogen, die der KAG für die laufende Verwaltung des Sondervermögens nach den Vertragsbedingungen zusteht. Sie macht meistens einen bestimmten Bruchteil - etwa $1/20$ - der

(1) Näheres bei Dürre-Full, Erläuterungen zu §§ 14 Abs. III Ziff. i, 15, und bei Siara-Tormann, S. 57/58; Geßler, S. 23.

Bruttoerträge aus, wobei realisierte Kursgewinne unberücksichtigt bleiben (1).

Technisch wird die Gewinnausschüttung durch die Depotbank abgewickelt. Sie führt auf Weisung der KAG die Gewinnanteile aus dem Sondervermögen an die Anteilinhaber ab (§ 11 Abs. IV KAGG), und zwar gegen Einreichung des jeweils aufgerufenen Gewinnanteilscheins (2).

V. Das Recht auf den Liquidationsanteil

Das Recht auf den Liquidationsanteil bietet im Grunde keine Besonderheiten. Soweit die Anteilinhaber, wie bisher allein üblich, Miteigentümer des Sondervermögens sind, ist es selbstverständlich, daß ihnen bei einer Auflösung des Fonds anteilmäßig die noch vorhandenen Werte zustehen. Aber auch in dieser Beziehung sind die Anteilinhaber durch die Miteigentümlösung nicht besser gestellt als durch die sogenannte Treuhandlösung, denn in jedem Fall ist das Sondervermögen an die Anteilinhaber zu verteilen (§ 13 Abs. II S. 1 KAGG).

1.) Voraussetzungen einer Auflösung

Wann eine Auflösung des Fonds in Frage kommt, geht aus § 12 KAGG hervor. Als wichtigster Auflösungsgrund ist die Kündigung der Verwaltung durch die KAG anzusehen. Die KAG ist hierzu gemäß § 12 Abs. I KAGG berechtigt, wobei sie wegen des großen Teilhaberkreises die Kündigung im Bun-

- (1) In diesem Fall ist weniger zu befürchten, daß die Gesellschaft, wie weiter oben angedeutet, auf die Mitnahme von Kursgewinnen gestiegenen Wert legt und dafür die Anlage von renditesicheren Papieren vernachlässigt, weil sie auf diese Weise ihre eigene Vergütung schmälern würde.
- (2) Gewinnanteil- und Erneuerungsscheine werden aus Zweckmäßigkeitsgründen wie bei Aktien, Obligationen etc. auch zu jedem Investmentzertifikat mitausgegeben, obwohl dies rechtlich nicht erforderlich ist, vgl. § 19 Abs. II S. 2 KAGG.

desanzeiger bekanntzumachen und eine Frist von drei Monaten einzuhalten hat, sofern die Vertragsbedingungen nicht eine längere Kündigungsfrist vorsehen (1).

Weitere Auflösungsfälle sind dann gegeben, wenn entweder die KAG das Verwaltungsrecht kraft Gesetzes verliert oder die Depotbank das Recht hat, für die Anteilinhaber deren Vertragsverhältnis mit der KAG fristlos zu kündigen (2).

Dagegen können die Kapitaleinleger selbst nicht von sich aus die Liquidation des Fondsvermögens herbeiführen. Der einzelne Anteilinhaber kann nur gemäß § 10 Abs. II KAGG verlangen, daß ihm gegen Rückgabe des Anteilscheins sein Anteil an dem Sondervermögen ausgezahlt wird (3). Auf andere Weise kann er das Vertragsverhältnis nicht zur Auflösung bringen. Insbesondere ist ihm oder seinem Gläubiger nach § 10 Abs. I KAGG ausdrücklich verwehrt, die Aufhebung der in Ansehung des Sondervermögens bestehenden Gemeinschaft der Anteilinhaber zu verlangen (4).

Wenn das Recht der KAG, das Sondervermögen zu verwalten, aus einem der zuvor genannten Gründe erlischt, so geht zunächst das Sondervermögen bzw. bei der Miteigentumslösung das Verfügungsrecht über das Sondervermögen auf die Depotbank über (§ 13 Abs. I KAGG).

-
- (1) Von dieser Möglichkeit hat erstmals die Europa und Übersee Kapitalanlagegesellschaft, Frankfurt, Gebrauch gemacht. Sie hat die Verwaltung ihres Europafonds I sowie Atlanticfonds zum 31. 12. 1964 gekündigt (Bekanntmachung im Bundesanzeiger v. 29. 9. 1964), s. auch S. 124 Fußnote 1).
 - (2) vgl. im einzelnen § 12 Abs. II-IV KAGG und die Kommentierungen bei Siara-Tormann und Dürre-Full; auch Schäcker, S. 63 ff.; Baum, S. 153/154
 - (3) Dieses Recht wird der folgende Abschnitt (S. 130 ff.) ausführlich behandeln.
 - (4) Vor Inkrafttreten dieser gesetzlichen Bestimmung haben zwar die damals bestehenden Gesellschaften auch versucht, eine entsprechende Regelung durch ihre Vertragsbedingungen zu erreichen. Dadurch konnte aber das in §§ 626, 675, 749 Abs. II u. III BGB verankerte Recht zur Kündigung bzw. Aufhebung der Gemeinschaft aus wichtigem Grunde nicht ausgeschlossen werden. Der einzelne Anteilinhaber hätte sich damals also nicht mit der Auszahlung seines Anteilswertes abzufinden brauchen, sondern unter Umständen eine Liquidierung des gesamten Fondsvermögens herbeiführen können; vgl. Meyer-Cording, S. 88; Barocka, S. 137.

Die Depotbank ist jedoch weder verpflichtet noch berechtigt, die Verwaltung des Fonds fortzusetzen. Vielmehr hat sie gemäß § 13 Abs. II KAG zu verfahren. Danach braucht sie nicht unbedingt die Auflösung des Fonds durchzuführen. Sie kann nämlich mit Genehmigung der Bankaufsichtsbehörde einer anderen KAG die Verwaltung des Sondervermögens nach Maßgabe der bisherigen Vertragsbedingungen übertragen. Die neue KAG tritt dann in vollem Umfang in die Rechte und Pflichten der bisherigen Fondsverwalterin ein (1).

Die ursprüngliche Rechtsstellung der Anteilinhaber wird also nicht beeinträchtigt. Sie haben jedoch auf die Wahl ihres neuen Vertragspartners keinen Einfluß und müssen ihn auch dann hinnehmen, wenn er aus irgendeinem Grunde nicht ihr Vertrauensgenießer sollte. Auch werden sie meistens nicht danach gefragt, ob ihnen die Verteilung des Fondsvermögens unter den gegebenen Umständen lieber wäre (2).

Grundsätzlich ist die Möglichkeit, den Bestand des Sondervermögens durch Auswahl einer neuen Verwaltung zu erhalten, durch Sinn und Zweck des Investmentsparens gerechtfertigt. Die Investmentfonds sollen gerade langfristige und dauerhafte Kapitalanlagemöglichkeiten verschaffen, die den Sparern nicht entzogen werden sollen, sofern nicht besondere Gründe dazu zwingen. Daher kann der einzelne Anleger nicht einseitig den Fonds zur Auflösung bringen, was wahrscheinlich immer den Interessen anderer Einle-

-
- (1) vgl. auch Siara-Tormann, § 13 Anm. II, S. 54; Geßler, S. 20; eine andere Konstruktion zeigt Ebner v. Eschenbach, S. 117 ff. auf. - Eine solche Übertragung ist mit Genehmigung der Bankaufsichtsbehörde erstmals beim Europafonds I und Atlanticifonds praktisch geworden (Bundesanzeiger v. 29. 9. 1964). Dem lag jedoch von vornherein eine Absprache zwischen der abgebenden KAG - Europa und Übersee Kapitalanlagegesellschaft -, ihrer Depotbank und der übernehmenden KAG - Union Investmentgesellschaft - zugrunde. Über die wirtschaftlichen Gründe und Konsequenzen dieser Transaktion vgl. Die Zeit v. 18. 9. und 2. 10. 1964, FAZ v. 12. 10. 1964
- (2) Eine Ausnahme machen die Vertragsbedingungen des Uscafonds in § 13 und die des Unifonds in § 15. Hierin heißt es: "... Der Vertrag kann nur durch die Gesellschaft, und zwar mit einer Frist von mindestens 3 Monaten gekündigt werden. Im Fall der Kündigung ist die Gesellschaft verpflichtet, während der Kündigungsfrist eine Versammlung der Anteilinhaber einzuberufen. Wenn diese Versammlung nicht die Fortsetzung der Gemeinschaft mit einem anderen Verwaltungsorgan beschließt, so wird die Aufhebung der Gemeinschaft herbeigeführt." - Das hier festgelegte Mitspracherecht der Anteilinhaber kann allerdings nur für den Fall gelten, daß die KAG selbst kündigt, nicht aber, wenn einer der anderen Auflösungsgründe gegeben ist. - Die oben zitierte Bestimmung wird nunmehr beim Uscafonds aktuell, der im Zuge der unter Fußnote 1) erwähnten Neuorientierung mehrerer Fonds liquidiert werden wird. (vgl. Handelsblatt u. Börsenzeitung v. 10. 2. 1965)

ger zuwiderliefe. Und die Fälle, die nach dem Gesetz zur Auflösung führen können, sind allesamt in einem bestimmten Verhalten oder Zustand der KAG begründet. Wenn also die KAG gewechselt wird, so entfallen diese Auflösungsgründe, und es besteht keine Notwendigkeit, den Bestand des Sondervermögens selbst anzutasten.

Wenn die Depotbank bzw. die Bankaufsichtsbehörde es aber nicht für tunlich hält, eine andere KAG mit der Fortführung der Fondsverwaltung zu betrauen, so muß die Depotbank das Sondervermögen abwickeln und verteilen (§ 13 Abs. II KAGG).

2.) Art und Weise der Auflösung

Über die Abwicklung und Verteilung im einzelnen hat das Gesetz keine besonderen Vorschriften aufgestellt. Ein solcher Fall ist auch noch nicht praktisch durchgeführt worden.

Im Schrifttum ist bisher vornehmlich die Auffassung vertreten worden, daß die Bestimmungen über die Abwicklung von Kapitalgesellschaften (§§ 70 ff. GmbHG, §§ 205 ff., insbes. 209 AktG) zur Unterstützung heranzuziehen und entsprechend anzuwenden seien (1). Danach kommt eine Aufteilung der Vermögenswerte in natura regelmäßig nicht in Betracht, obwohl das auch bei Kapitalgesellschaften durchaus möglich ist (2).

Auch die meisten Vertragsbedingungen sehen vor, daß im Fall der Auflösung die zum Sondervermögen gehörenden Wertpapiere unverzüglich, jedoch interessewahrend, zu veräußern sind. Da zu Lasten des Sondervermögens gemäß § 9 Abs. II u. IV KAGG keine Verbindlichkeiten eingegangen werden können, ist der Veräußerungserlös höchstens hinsichtlich etwaiger Ansprüche auf Vergütung und Aufwendungsersatz (§ 11 Abs. VII KAGG) sowie nicht eingezogener Ansprüche aus aufgerufenen Gewinnanteilscheinen zu berichtigen. Von dem Restbetrag soll ein bestimmter Prozentsatz, der meist in den Vertragsbedingungen mit 1/2 % vereinbart ist, zur Deckung der Abwicklungskosten abgezogen werden. Die verbleibende Summe soll schließlich quotenmäßig gegen Aushändigung der Anteilscheine verteilt werden.

-
- (1) Siara-Tormann, § 13 Anm. II S. 53; Schäcker, S. 66; Baum, S. 146; a. A. Ebner v. Eschenbach, S. 137, vgl. aber dazu S. 127 Fußnote 1) dieser Arbeit.
- (2) vgl. Baumbach-Hueck, AktG, § 209 Anm. 2 C; Schlegelberger-Quasowski, AktG, § 209 Anm. 7.

Wenn auch der hier geschilderte Weg für die Depotbank am bequemsten sein dürfte, so muß doch bezweifelt werden, ob die Zertifikatsinhaber grundsätzlich die Versilberung des Fondsvermögens und die Auszahlung ihres Anteils in bar hinnehmen müssen.

Zunächst sind gegen eine entsprechende Anwendung der §§ 70 GmbHG, 209 AktG Bedenken zu erheben. Die oben angeführte Meinung kann sich nur darauf berufen, daß der Ausdruck "abwickeln", wie er in § 13 Abs. II S. 1 KAGG gebraucht wird, ein gesetzestechnischer Begriff sei. Er findet sich allerdings nur im Aktiengesetz, nicht einmal im GmbH-Gesetz und erst recht nicht im BGB. Es handelt sich also um einen Begriff, der bisher nur bei einer Art der Kapitalgesellschaft - nämlich bei der AG und der damit verwandten KGaA - eingeführt ist. Die Verwendung des Ausdrucks "abwickeln" allein dürfte daher kaum ausreichen, um den Willen des KAG-Gesetzgebers dahin auszulegen, daß für die Art und Weise der Auflösung eines Sondervermögens die gleichen Regeln wie bei einer Aktiengesellschaft gelten sollen.

Außerdem liegen die Verhältnisse bei einem Sondervermögen grundlegend anders. Es handelt sich hierbei nicht um eine eigene Rechtspersönlichkeit, die aufgelöst werden soll. Die Auflösung eines Investmentfonds ist keinesfalls identisch mit einer Auflösung der verwaltenden KAG, so daß die gesetzlichen Bestimmungen, die für die Gesellschaftsform der KAG gelten, auch nicht aus diesem Grunde eingreifen müssen (1).

Rechtsträger, zumindest aber Vermögensträger, ist vielmehr die in Ansehung des Sondervermögens bestehende Gemeinschaft der Anteilinhaber. Wird ein Sondervermögen aufgelöst, so bedeutet das nichts anderes als eine Aufhebung dieser Gemeinschaft. Die "Abwicklung" eines Investmentfonds hat sich also nach den Regeln zu richten, die bei der Aufhebung einer solchen Gemeinschaft hinsichtlich des gemeinschaftlichen Vermögens in Frage kommen. Da das KAGG insoweit keine besonderen Vorschriften aufgestellt hat, ist auf allgemeine Rechtssätze des bürgerlichen Rechts zurückzugreifen.

Wie an späterer Stelle dieser Arbeit noch näher auszuführen sein wird, bilden nach nahezu einhelliger Meinung die Anteilinhaber in ihrer Gesamtheit keine Gesellschaft, sondern eine Rechtsgemeinschaft im Sinne der §§ 741 ff. BGB. Und zwar ist dies in jedem Fall anzunehmen, gleichgültig ob das Anlagevermögen formell im Miteigentum der Anteilinhaber oder aber im Eigentum der KAG steht.

Man bezeichnet diesen Zusammenschluß der Anteilinhaber mit Recht zwar als Rechtsgemeinschaft besonderer Art, aber gerade deshalb, weil das KAGG

(1) Das nimmt offenbar Baum, S. 146, an.

die Normen des bürgerlichen Rechts weitgehend durch neuartige Regelungen ersetzt hat. So ist insbesondere die Frage, wann und von wem die Aufhebung der Gemeinschaft herbeigeführt werden kann, abweichend vom BGB festgelegt worden. Darüber, wie bei einmal gegebenem Aufhebungstatbestand die Auseinandersetzung durchgeführt wird, schweigt aber das KAGG. Insoweit müssen zur Ergänzung also die §§ 741 ff. BGB wieder zum Zuge kommen (1).

Nach § 752 S. 1 BGB muß die Aufhebung der Gemeinschaft durch Teilung in Natur erfolgen, wenn der gemeinschaftliche Gegenstand bzw. mehrere gemeinschaftliche Gegenstände sich ohne Verminderung des Wertes in gleichartige, den Anteilen der Teilhaber entsprechende Teile zerlegen lassen (2).

Dieser Grundsatz enthält allerdings nachgiebiges Recht und kann durch Vertrag ausgeschlossen werden (3). Aus diesem Grunde kommt es darauf an, ob Vertragsbedingungen abweichende Regelungen enthalten (4).

-
- (1) Eine Heranziehung dieser Bestimmungen schließt Ebner v. Eschenbach, S. 137, aus, weil er die Anteilinhaber nicht in einem Gemeinschaftsverhältnis sieht, S. 146/147. (Näheres dazu auf S. 163 Fußnote 1 dieser Arbeit). Er will die Abwicklung vielmehr entsprechend den §§ 49 ff. BGB vornehmen, allerdings ohne Begründung, warum er die Regeln des Vereinsrechts für anwendbar hält.
 - (2) Eine gegenteilige Bestimmung trifft § 733 BGB bei der Gesellschaft, aber eine Gesellschaft besteht zwischen den Anteilhabern nach dem Vorhergesagten gerade nicht.
 - (3) vgl. RGRG, § 752 Anm. I; Staudinger, § 752 Anm. B 2; Ermann, § 752 Anm. 1; Enneccerus-Lehmann, § 186 IV. S. 768; Palandt-Gramm, § 752 Anm. 2a.
 - (4) Schäcker, Anm. 106, meint dagegen, etwaige Vorschriften der Vertragsbedingungen über die Art und Weise der Abwicklung seien für die Depotbank nicht verbindlich, da sich ihre Funktionen insoweit ausschließlich aus dem Gesetz ableiteten. - Hierzu ist zu sagen, daß die Aufgabe der Depotbank, die Fondsauflösung durchzuführen, durch das Vertragsverhältnis zur KAG begründet wird, das ihr erst die Stellung einer Depotbank verleiht. Der Inhalt dieses Vertrages ist allerdings weitgehend durch das KAGG vorgeschrieben. Auch Regelungen, welche die Aufhebung der in Ansehung des Sondervermögens bestehenden Gemeinschaft betreffen, wird man zum Inhalt des Vertrages zu rechnen haben (so wohl auch Baum, S. 146). - Wenn in die Vertragsbedingungen zwischen KAG und Anteilhabern irgendwelche näheren Absprachen über die Fondsauflösung aufgenommen werden, so ist davon auszugehen, daß sich auch die Depotbank in ihrem Vertrag mit der KAG verpflichtet hat, den Anteilhabern gegenüber entsprechend zu verfahren. Es liegt jedenfalls im Interesse der Anleger, über das Verfahren bei einer möglichen Auflösung des Fonds Gewißheit zu erhalten. Die hätten sie aber niemals, wenn diesbezügliche Regelungen

Enthalten die Vertragsbedingungen entsprechende Angaben, sind sie maßgebend, und es ergeben sich praktisch keine Unterschiede zu einer Abwicklung, wie sie nach §§ 70 GmbHG, 209 AktG vorzunehmen ist.

Fehlen jedoch solche Vereinbarungen, kommt es für die Frage der Abwicklung darauf an, ob die Wertpapiere, die den Hauptbestand eines Fonds ausmachen, nach Maßgabe der Vorschrift des § 752 S. 1 BGB teilbar sind. Wenn dies möglich ist, hat eine Naturalteilung jedenfalls insoweit stattzufinden (1).

Wertpapiere sind teilbar, soweit eine Stückelung möglich ist (2). Nun ist allerdings jeder der Zertifikatsinhaber an jedem der zum Fonds gehörenden Wertpapiere bruchteilsmäßig beteiligt. Es ist besonders auch wegen § 7 Abs. III KAGG so gut wie ausgeschlossen, daß bei der großen Zahl der Anteilinhaber und ihrem jeweils verhältnismäßig geringen Kapitalbeitrag jedem von ihnen ein effektives Stück jeder Wertpapiergattung - d. h. von gleichartigen Papieren desselben Ausstellers - verschafft werden kann. Falls dies erforderlich wäre, müßte eine Teilung in Natur praktisch ausgeschlossen erscheinen und das Vermögen tatsächlich immer, allerdings gemäß § 753 BGB, versilbert werden.

Wenn jedoch in § 752 S. 1 BGB von einer Zerlegung der gemeinschaftlichen Gegenstände in gleichartige Teile die Rede ist, so bedeutet dies nicht, daß jeder Anteilinhaber völlig gleiche Stücke erhalten müßte. Vielmehr ist der Begriff der Gleichartigkeit weiter auszulegen und wirtschaftlich aufzufassen (3).

Die in einem Investmentfonds enthaltenen Effekten sind, wirtschaftlich betrachtet, gleichartige Werte; jedenfalls trifft das für solche zu, die derselben Wertpapierart (Aktien, Obligationen etc.) angehören. Wenn die einzelnen Papiere so zusammengefaßt werden, läßt sich in vielen Fällen sehr wohl eine Aufteilung in natura durchführen. Die einzelnen Anteilinhaber haben allerdings keinen Anspruch darauf, daß ihnen bestimmte Stücke ausgehändigt werden. Die Verteilung geschieht vielmehr durch Los (§ 752 S. 2 BGB).

Zwar mag es fraglich erscheinen, ob jeder Kapitaleinleger einen Anteil hat, der dem Tageskurswert eines oder mehrerer Papiere aus dem Fonds entspricht. Da jedoch nach dem Sinn des § 752 BGB eine Naturalteilung so weit wie möglich durchzuführen ist, müssen jedenfalls die Teilhaber mit einem genügend

gen in Vertragsbedingungen im Ernstfall grundsätzlich nicht befolgt zu werden brauchten. - Nach allem wird sich die Depotbank bei der Abwicklung des Sondervermögens an die entsprechenden Punkte der Vertragsbedingungen zu halten haben.

(1) vgl. Palandt-Gramm, § 752 Anm. 2a

(2) vgl. RGZ 91, 418

(3) vgl. Palandt-Gramm, § 752 Anm. 2a

großen Anteil auf Grund mehrerer Zertifikate berücksichtigt werden (1).

Es soll nicht verkannt werden, daß das vorstehend entwickelte Verfahren bei der Fondsauflösung in der Praxis Schwierigkeiten bereitet. Selbstverständlich kann letzten Endes erst im konkreten Einzelfall nach den gegebenen Umständen entschieden werden, wie die Abwicklung erfolgen soll. Die Depotbank kann jedoch bei dem Fehlen einer vertraglichen Regelung nicht von ihrer grundsätzlichen Verpflichtung entbunden werden, zunächst eine Naturalteilung zu versuchen, bevor sie die zum Fondsvermögen gehörenden Gegenstände in Geld umsetzt.

Dieses Ergebnis liegt auch im Interesse der Anteilinhaber. Da sie sich zu einer dauerhaften Kapitalanlage in Wertpapieren entschlossen haben, kann man nicht unterstellen, daß sie eine Rückzahlung ihres Anteilswertes in bar wünschen, wenn der Fonds gegen ihren Willen aufgelöst wird. Vielmehr dürften sie es für zweckgerechter ansehen, weiterhin Wertpapierinhaber zu bleiben, wenn auch nur noch über einzelne Stücke, bei denen eine Risikomischung allerdings nun fortfällt (2).

Hinzu kommt, daß eine unverzügliche, wenn auch interessewahrende Veräußerung eines ganzen Fondsbestandes zwangsläufig die Börsenkurse drücken wird. Zwar kann beim Verkauf von Aktienpaketen, d. h. größeren Posten von Aktien derselben Gesellschaft, häufig ein Paketzuschlag über dem Börsenkurs erzielt werden. Wegen § 7 Abs. IV KAGG, wonach eine KAG für

-
- (1) Im Ergebnis so auch Barocka, S. 137; Baum, S. 147. - Nicht gefolgt werden kann jedoch der Ansicht von Baum, aaO, daß bei der Fondsauflösung ein Unterschied gemacht werden müsse, je nachdem, ob das Sondervermögen im Miteigentum der Anteilinhaber oder im Eigentum der KAG gestanden hat. In beiden Fällen besteht zwischen den Anteilinhabern eine Bruchteilsgemeinschaft, für welche die gleichen Vorschriften zu gelten haben.
- (2) Solchen Gedanken tragen bisher allerdings nur einige, vor allem schweizerische, Investmentgesellschaften Rechnung, die den Zertifikatsinhabern die Wahl geben, bei Auflösung entweder Effekten oder Barauszahlung zu verlangen. - So heißt es z. B. in § 11 Abs. II der Vertragsbedingungen beim Dekafonds: "Sofern die Umstände, insbesondere die Zahl der Anteile es erlauben, kann jeder Inhaber eines Anteilscheins statt der in Abs. 1 bestimmten Geldsumme die Überlassung entsprechender Anlagewerte zum Kurse des Tages der Überlassung unter Übernahme der Übertragungskosten verlangen."

alle von ihr verwalteten Sondervermögen höchstens 5% des Nennkapitals einer Gesellschaft erwerben darf, werden jedoch bei einer Fondsauflösung kaum Wertpapierpakete vorhanden sein, für die ein Zuschlag geboten würde.

Es ist also damit zu rechnen, daß der Erlös beim Verkauf der Anlagepapiere geringer ausfällt, als ihrem vorherigen Kurswert es entsprochen hätte.

Eine solche Wertminderung kann aber durch eine weitgehende Teilung in natura vermieden werden.

Daß dieser Lösung der Vorzug gegeben wird, ist sicherlich im Sinne des Gesetzgebers, der mit dem KAGG vornehmlich eine Sicherung des Anteilinhabers und dabei nicht zuletzt eine Erhaltung seines Anteilwertes bezwecken wollte.

Auch diese abschließenden Gesichtspunkte rechtfertigen es daher, eine analoge Anwendung der §§ 70 GmbHG, 209 AktG im Falle des § 13 Abs. II KAGG abzulehnen, da bei der Abwicklung einer Kapitalgesellschaft eine wesentlich andere tatsächliche Lage als auch andere Interessenlage gegeben ist.

VI. Das Rückgaberecht

Nach § 10 Abs. II KAGG kann jeder Anteilinhaber verlangen, daß ihm gegen Rückgabe des Anteilscheins sein Anteil an dem Sondervermögen aus diesem ausgezahlt wird. In den Vertragsbedingungen muß festgelegt sein, unter welchen Voraussetzungen und zu welchen Bedingungen dies geschehen kann (§ 14 Abs. III Ziff. g) (1).

Mit dieser Regelung hat sich auch der deutsche Gesetzgeber zum "right of redemption" bekannt, daß der Investment Company Act für alle nach seinem Inkrafttreten gegründeten "open-end"-Investmentfonds als zwingend eingeführt hatte.

Außer in den USA ist in der Praxis das Rückgaberecht seither bei fast allen ausländischen - insbesondere den britischen und den schweizerischen - und

(1) s. auch S. 137 mit Fußnote 1

auch den deutschen Investmentfonds eingeräumt worden, soweit sie auf das "open-end"-Prinzip abgestellt sind (1).

1.) Vorzüge und Gefahren

Durch die jederzeitige Rückgabemöglichkeit wird verhindert, daß sich für die Anteilscheine selbständige und von ihrem effektiven Beteiligungswert abweichende Kurse bilden. Ohne das "right of redemption" wäre nämlich ein Zertifikatsinhaber darauf angewiesen, seinen Anteilschein zu einem Preis zu verwerten, der auf Grund von Angebot und Nachfrage auf dem Markt zustandekommt.

Immerhin hat jeder Kapitalbesitzer, der seine Werte veräußern möchte, mögliche Nachteile in dieser Richtung in Kauf zu nehmen, und es bleibt zu fragen, warum der Investmentsparer in diesem Punkt bessergestellt wird, zumal das Investmentsparen grundsätzlich auf eine Daueranlage abzielt.

Eine Erklärung findet sich wohl zunächst darin, daß der Investmentgedanke aus wirtschafts- und sozialpolitischen Gründen gefördert werden soll. Interessenten werden sich sicherlich leichter zum Erwerb eines Anteilscheins entschließen, wenn sie die Gewißheit haben, daß ihre Kapitalanlage liquide ist und zu dem objektiv feststellbaren Gegenwert wieder abgegeben werden kann.

Die Verpflichtung der KAG, den Anteilschein zurückzunehmen, wird ferner damit begründet, daß dem Anteilinhaber so gut wie jeder Einfluß auf die Art und Weise der Fondsverwaltung versagt ist. Es soll ihm zumindest die Möglichkeit gegeben werden, das Vertragsverhältnis mit der KAG zu beenden, wenn er mit der Entwicklung ihrer Geschäftspolitik nicht mehr einverstanden ist. Zum Ausgleich dafür, daß die Anteilinhaber nicht von sich aus die Fondsverwaltung kündigen und die in Ansehung des Sondervermögens bestehende Gemeinschaft aufheben können (§ 10 Abs. I KAGG), hat somit jeder einzelne Anteilinhaber wenigstens das Recht, allein aus der Gemeinschaft auszuschcheiden.

Andererseits birgt die Möglichkeit der Anteilinhaber, jederzeit ihr Rückgaberecht auszuüben, auch Gefahren in sich.

(1) vgl. Siara-Tormann, § 10 Anm. II S. 45; v. Caemmerer JZ 1958 S. 47; Barocka, S. 172 ff.; Schäcker, S. 118 ff.; Baum, S. 149 ff.

Bei Rückgabe des Anteilscheins muß dem Einleger sein Anteil an dem Sondervermögen ausgezahlt werden. Solange nur hin und wieder eine solche Rückzahlung vorzunehmen ist, werden möglicherweise die zum Sondervermögen gehörenden Barbestände zur Befriedigung ausreichen. Selbst wenn dies nicht der Fall ist, bereitet es im Rahmen des normalen Geschäftsbetriebes für die KAG kaum Schwierigkeiten, durch Veräußerung entsprechender Anlagewerte die notwendigen Mittel herbeizuschaffen.

Bedrohlich kann die Lage jedoch dann werden, wenn plötzlich eine große Zahl von Einlegern ihre Anteile herausziehen will. Damit muß vor allem für den Fall gerechnet werden, daß Anzeichen einer Krise vorliegen und der Kurswert der Investmentfonds und damit der einzelne Anteilswert stärkere Einbußen erleidet.

Solchen Umständen gilt die Befürchtung, daß gerade die Kleinsparer um ihre Einlagen bangen und nicht genügend Geduld aufbringen, um die weitere Entwicklung in Ruhe abzuwarten. Vielmehr könnten sich die Investorsparer leichter als erfahrene Wertpapierbesitzer verleiten lassen, ihre Anteilscheine zurückzugeben, in dem verständlichen Bestreben zu retten, was zu retten ist.

Daraufhin würden die Investmentgesellschaften gezwungen, immer größere Wertpapierposten abzustößen. Das muß erst recht zu Kurseinbrüchen und Verlusten führen und könnte auch die ursprünglich besonnenen Anteilinhaber zur Rückgabe ihrer Zertifikate veranlassen. Was zunächst vielleicht nur als vorübergehende Störung der Börse angefangen hat, kann durch diese schneeballartige Kettenreaktion zu einer tiefgreifenden und nachhaltigen Krise ausarten, welche durch die tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse keineswegs gerechtfertigt zu sein braucht.

Bis zu einem gewissen Grade besteht eine Sicherung gegen solche Gefahren darin, daß den KAG's für die Erfüllung ihrer Rücknahmeverpflichtung ein gewisser Spielraum belassen wird (1). So behalten sie sich meistens in den Vertragsbedingungen vor, den Rücknahmepreis erst zu ermitteln und die Rücknahme erst vorzunehmen, nachdem sie unverzüglich, jedoch interessenswährend entsprechende Werte des Anlagevermögens veräußert haben.

Geßler (2) bedauert, daß im KAGG nicht eine sofort fällige Rücknahmepflicht, wie sie in den USA üblich ist, verankert wurde. Zwar ist es unter

(1) vgl. dazu Dürre-Full, § 10 Erl. 2 S. 19; Siara-Tormann, § 10 Anm. II S. 45/46

(2) S. 23

normalen Verhältnissen wünschenswert, daß die KAG's umgehend die Anteile auszahlen und die Erfüllung der erhobenen Ansprüche nicht ohne Not hinausschieben. Gerade aber bei massierterem Rücknahmeverlangen muß ein solcher Spielraum der KAG's vorhanden sein, damit sie auch im Interesse der übrigen Anteilinhaber nachteilige Auswirkungen möglichst verhindern oder zumindest abdämpfen. Die Fondsverwalter gewinnen auf diese Weise Zeit, um die Anlagewerte herauszusuchen, die sich ohne weiterreichenden Kursverfall am günstigsten veräußern lassen.

Da jedoch die Substanz des Rückgaberechts nicht beeinträchtigt werden darf und jedenfalls sofort Maßnahmen einzuleiten sind, um geltend gemachte Rückgaberechte zu verwirklichen, kann im Ernstfall auch die interesseswahrende Veräußerung von Fondswerten eine einmal ins Rollen gebrachte Lawine nicht aufhalten.

In diesem Zusammenhang kann noch von Bedeutung sein, ob die KAG zunächst selbst den Rücknahmepreis aus ihrem eigenen Vermögen vorlegen muß, wenn eine Veräußerung von Anlagewerten untunlich ist.

Es herrscht in der Literatur keine Einigkeit darüber, ob die KAG insoweit den Anteilinhabern haftet. Siara-Tormann (1) verneint dies unter Hinweis auf den Wortlaut des § 10 Abs. II KAGG. Der überwiegend vertretenen Gegenmeinung (2) ist jedoch der Vorzug zu geben. Das Rückgaberecht ist nämlich Bestandteil des zwischen der KAG und dem einzelnen Anteilinhaber abgeschlossenen Vertrages. Schuldnerin kann also nur die KAG sein. Dies geht auch aus § 14 Abs. III Ziff. g) KAGG hervor, in dem davon die Rede ist, daß die Anteilinhaber die Rücknahme der Anteilscheine von der KAG verlangen können. Infolgedessen muß sie auch die Haftung treffen.

Für dieses Ergebnis spricht ferner die amtliche Begründung des Gesetzgebers (3) zu § 16 KAGG, wonach die KAG 20 % ihres Eigenkapitals als Liquidationsreserve halten muß. Diese Vorschrift soll gewährleisten, daß die KAG in der Lage ist, gerade auch ihrer Verpflichtung zur Rücknahme von Anteilscheinen nachzukommen. Allerdings darf die KAG die Auszahlung herausverlangter Anteile direkt aus dem Sondervermögen vornehmen lassen, wie sich aus §§ 10 Abs. II und 11 Abs. IV KAGG ergibt. Dies schließt aber wegen

-
- (1) § 10 Anm. II S. 46; unter Berufung darauf auch Ebner v. Eschenbach, S. 110
- (2) vgl. v. Caemmerer JZ 1958 S. 48 u. 71; Geßler, S. 16 u. 23; Baum, S. 151; Schäcker, S. 114/5 u. 121
- (3) BT-Drucksache 2. Wahlperiode Nr. 3235 S. 4

der Garantiefunktion des Eigenvermögens auch gegenüber den Anteilhabern nicht aus, daß die KAG aus eigenen Mitteln auszahlen muß, wenn dies zur Werterhaltung des Sondervermögens notwendig ist.

Die Eigenhaftung der KAG vermag jedoch dann keinen wirksamen Schutz gegen einen fortlaufenden Wertverfall zu bieten, wenn sich die KAG plötzlich einem ansteigenden Rücknahmeverlangen gegenüberstellt. Im Verhältnis zu den Fondswerten, deren anteilmäßige Auszahlung jederzeit verlangt werden kann, fällt nämlich das Eigenkapital der einzelnen Investmentgesellschaften kaum ins Gewicht (1).

Man könnte einwenden, daß die Ausübung des Rückgaberechts keine größeren Gefahren heraufbeschwören kann, also sie durch die Auflösung des ganzen Investmentfonds entstehen können. Schließlich muß ja auch die Möglichkeit, daß ein Sondervermögen eines Tages aufgelöst wird, hingenommen werden.

Ein wesentlicher Unterschied liegt jedoch darin, daß von der Auflösung immer nur ein einzelnes Sondervermögen betroffen wird und die Auflösung nicht mit der allgemeinen Wirtschaftslage in Zusammenhang zu stehen braucht. Demgegenüber wird bei der Gefahr einer sich steigernden Ausübung des Rückgaberechts davon ausgegangen, daß sie gerade bei Krisenzeiten eintreten kann und sich dann auf sämtliche Investmentfonds erstreckt. Angesichts der verhältnismäßig hohen Beteiligungsquote an inländischen Unternehmen, welche die deutschen Investmentfonds aufzuweisen haben (2), könnte es danach zu weitreichenden negativen Auswirkungen auf den Kapitalmarkt kommen.

Allerdings haben die vorstehend wiedergegebenen Befürchtungen bisher keine praktische Bestätigung gefunden (3). Vielmehr haben sich die Investment-sparer den bisherigen Börsenrückschlägen gewachsen gezeigt. Als im Septem-

-
- (1) So betrug am 31. 12. 1964 das Stammkapital der Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen GmbH 1, 4 Mill. DM, während sich der Gesamtwert ihrer drei Investmentfonds auf 795 Mill. DM belief. - Die vier Fonds der Deutscher Investment-Trust Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH (Stammkapital 1 Mill. DM) umfaßten am 31. 12. 1964 ein Vermögen im Wert von insgesamt 995 Mill. DM. - vgl. FAZ v. 14. 1. 1965
 - (2) Ende 1960 betrug sie bis zu 10%, vgl. Börsenzeitung v. 1. 2. 1961, Industriekurier v. 2. 2. 1961. Eingehendere Untersuchungen stellt Frank, S. 15 ff., an.
 - (3) Vgl. zur Gefahr des "run on the Bank" auch Kaufman, S. 80/81, und Bullock, S. 162/163

ber 1959 die Werte der deutschen Investmentanteile erstmals spürbarer zu rückgingen, überwogen die Neukäufe von Anteilscheinen weiterhin die Abgaben (1). Auch von den Baisse-Zeiten des Jahres 1961 ließen sich die Investmentsparer nicht abschrecken. Zwar wurden Zertifikate in größerer Zahl an die Banken zurückgegeben. Sie konnten jedoch meist von dort aus rasch wieder placiert werden, so daß sie nur selten zu den Investmentgesellschaften zurückgelangten. Im Gegenteil erzielten die Fonds weitere Verkaufsüberschüsse (2). Schließlich führten selbst die Tage schwerer Kursstürze im Sommer 1962 zu keiner Panik unter den Investmentsparern. Die Rückgabe von Anteilscheinen blieb auch während dieser Zeit in erträglichen Grenzen. Kein Fonds war gezwungen, die allgemeine Abwärtsbewegung der Kurse zu beschleunigen, weil Wertpapiere verkauft werden mußten, um flüssige Mittel zur Rücknahme der Zertifikate zu erhalten (3). Obwohl 1962 an den deutschen Börsen Kursverluste von durchschnittlich 25 % eintraten, stieg der Umlauf von Investmentanteilen um insgesamt 4,85 Millionen Stück (4).

Die Standhaftigkeit und Geduld der Investmentsparer brauchen also nicht gering eingeschätzt zu werden. Ihr bisheriges Verhalten ist wohl wesentlich aus dem allgemeinen - wenn auch gedämpfteren - Optimismus zu erklären, der weiterhin in der Beurteilung der Wirtschaftslage vorherrscht und der sie hoffen läßt, die Wertverluste würden in absehbarer Zeit wieder aufgeholt. Es bleibt abzuwarten, ob diese Einstellung andauert oder vielleicht eines Tages in nachhaltige Enttäuschung umschlagen wird, welche die Investmentsparer dann doch zu einer um sich greifenden Rückgabe ihrer Anteile veranlassen könnte.

Die bisherige Entwicklung hat jedenfalls die Möglichkeit noch nicht endgültig widerlegt, daß das überall so lebhaft begrüßte Recht auf jederzeitige Rückgabe gerade dann schädliche Folgen haben kann, wenn dies nicht nur den Anteilinhabern, sondern auch der Allgemeinheit am wenigsten zuträglich ist.

v. Caemmerer (5) bezeichnet die Rückgabe des Anteilscheins an das Sondervermögen mit Recht als programmwidrig und ihre Möglichkeit als "Si-

-
- (1) vgl. "Bewährungsprobe des Investment" in Industriekurier vom 27. 10. 1960
 - (2) vgl. Die Zeit v. 3. 11. 1961 S. 29
 - (3) vgl. Securius in Zeit v. 31. 8. 1962
 - (4) vgl. Martens in FAZ v. 11. 1. 1963. Im Jahre 1964 nahm das Investmentsparen mit 9,53 Millionen neu placierten Anteilscheinen sogar einen besonders kräftigen Aufschwung, vgl. FAZ v. 14. 1. 1965
 - (5) JZ 1958 S. 48

cherheitsventil" und "Notbehelf". Immerhin sollte nicht übersehen werden, daß das Ventil in Notzeiten auch zum Gegenteil einer Hilfe werden könnte.

2.) Die Durchführung der Rücknahme

Technisch wird die Rückgabe des Anteilscheins im Sinne von § 10 Abs. II KAGG über die Depotbank abgewickelt. Auf Weisung der KAG zahlt sie aus dem Sondervermögen den Rückkaufpreis an den ausscheidenden Anteilinhaber (§ 11 Abs. IV KAGG).

Anders ist es, wenn die KAG einen Anteilschein zu eigenem Recht erwirbt. In diesem Fall muß sie wie jeder Käufer den normalen Kaufpreis, nicht aber den besonders berechneten (siehe unten) Rückkaufpreis bezahlen. Sie wird selbst als Anteilinhaber am Sondervermögen beteiligt, was ihr weder durch gesetzliche noch vertragliche Bestimmungen verwehrt ist (1). Nicht beizustimmen ist jedoch der Auffassung, daß dann auch die schuldrechtlichen Pflichten aus dem Investmentvertrag nicht erlöschen. Zwar gehen die dinglichen Bestandteile des Anteilsrechtes auf die KAG über. Es ist aber nicht denkbar, daß schuldrechtliche Beziehungen aufrechterhalten bleiben, wenn sich Gläubiger und Schuldner in einer Person vereinigen.

Hiervon zu unterscheiden ist auch der Fall, daß die KAG in Erfüllung ihrer Verbindlichkeit aus § 10 Abs. II KAGG handelt und den Rückkaufpreis lediglich aus eigenen Mitteln vorlegt. Dann ist nämlich ihr Wille darauf gerichtet, für Rechnung des Sondervermögens tätig zu werden und die Rücknahme im Regreßwege dem Sondervermögen anzulasten (2). Die KAG führt also ein Rechtsgeschäft durch, das sich auf das Sondervermögen bezieht. Der zurückgenommene Anteilschein fällt auf Grund der Surrogation nach § 6 Abs. II KAGG dem Sondervermögen zu. Die KAG kann sich wegen der tatsächlichen Aufwendungen nach § 11 Abs. VII KAGG aus dem Sondervermögen befriedigen.

Demgegenüber hat die KAG keinen Anspruch auf Aufwendungsersatz, wenn sie einen Anteilschein zu eigenem Recht und für eigene Rechnung erworben hat. Sie steht dann wie jeder andere Käufer da, und es ist ihr freigestellt, den Anteilschein später entweder an Dritte weiterzuveräußern oder aber ihn dem Sondervermögen zurückzugeben. Im letzteren Fall ist ihr der z. Zt. gültige Rückkaufpreis aus auszahlen, gleichgültig ob er über oder unter dem

(1) vgl. v. Caemmerer, S. 48; Geßler, S. 26; Schäcker, S. 121

(2) vgl. v. Caemmerer, S. 71

Preis liegt, zu dem die KAG den Anteilschein erworben hat.

Wenn ein Anteilschein zu Lasten des Sondervermögens zurückgenommen wird, berechnet sich der Rückkaufpreis nach den Vertragsbedingungen, denen gemäß § 14 Abs. III Ziff. g) KAGG eine Regelung der Rücknahmebedingungen vorbehalten ist. Da jedoch der Anteilinhaber nach § 10 Abs. II KAGG seinen Anteil an dem Sondervermögen ausgezahlt verlangen kann, ist bei der Berechnung in jedem Fall der effektive Anteilswert zugrunde zu legen. Dieser ergibt sich entsprechend § 18 Abs. II KAGG dadurch, daß der Wert des Sondervermögens - der wiederum nach den letztbekannten Börsenkursen zu ermitteln ist - durch die Zahl der ausgegebenen Anteilscheine geteilt wird. Hiervon können Spesen für den möglicherweise notwendigen Verkauf entsprechender Anlagepapiere sowie ein Prozentsatz (der derzeit regelmäßig mit 3 % festgesetzt ist) zur Deckung der Rücknahmekosten abgezogen werden (1).

Die Möglichkeit, den Wert des Anteils in natura ausgezahlt zu erhalten, ist bei den deutschen Investmentfonds meistens nicht vorgesehen (2).

Im Gegensatz zur Fondsauflösung läßt sich eine dahingehende Pflicht der KAG nicht aus gesetzlichen Bestimmungen herleiten. Vor allen können hier nicht die allgemeinen Vorschriften der §§ 752 BGB Anwendung finden, da es sich bei der Verwirklichung des Rückgaberechts gerade nicht um die Aufhebung der Gemeinschaft handelt.

Das KAGG stellt auch in diesem Punkt den Vertragsbedingungen anheim, zu welchen Bedingungen die Rücknahme erfolgen soll. Immerhin könnte es sich vor allem bei der massierten Geltendmachung des Rückgaberechts als vorteilhaft erweisen, wenn die entsprechenden Anlagepapiere nicht erst veräußert werden müßten, um zu den notwendigen Mitteln für eine Barauszah-

-
- (1) Durch das zweite Änderungsgesetz zum KAGG vom 20.1.1965 (BGBl. I S. 12) werden die Investmentgesellschaften und Depotbanken neuerdings verpflichtet, falls der Ausgabepreis für Anteilscheine bekanntgegeben wird, auch den Rücknahmepreis zu publizieren. Außerdem ist den Käufern von Anteilscheinen ein Merkblatt auszuhändigen, aus dem die Berechnung des Rücknahmepreises hervorgehen muß.
 - (2) Dagegen können bei schweizer Investmentgesellschaften häufig die Zertifikatsinhaber verlangen, daß ihnen gegen Rückgabe einer genügenden Zahl von Anteilscheinen die ihnen anteilmäßig zukommenden Werte in natura ausgeliefert werden; vgl. Boveri, S. 75

lung zu gelangen, sondern diese Papiere direkt auf die ausscheidenden Anteilinhaber übertragen werden könnten.

Wenn ein Zertifikat zu Lasten des Sondervermögens zurückgegeben wird, erlöschen all seine Rechte gegen die KAG und auch seine Rechte an den zum Sondervermögen gehörenden Gegenständen (1). Das zeigt sich aus der Bestimmung des § 18 Abs. II S. 2 Halbs. 2 KAGG, wonach solche zurückgenommenen Anteilscheine nicht mitgezählt werden und für sie bei der Ermittlung des Fondsvermögens kein Wert angesetzt wird. Die Urkunden als solche können allerdings zu einer erneuten Ausgabe verwendet werden. Dies stellt dann aber folgerichtig eine Erstaussgabe dar (2).

Mit der Auszahlung eines Anteilswertes aus dem Sondervermögen verringert sich zwar der Gesamtwert des Investmentfonds, nicht aber der Wert der übrigen Anteile, weil ja gleichzeitig ein bisher in entsprechender Höhe beteiligter Zertifikatsinhaber ausscheidet.

Bei der Miteigentumslösung muß der Ausscheidende zusammen mit der Rückgabe des Anteilscheins seine dinglichen Quotenrechte an allen z. Zt. im Sondervermögen befindlichen Gegenständen übertragen. Hierzu bedarf es eines besonderen Rechtsgeschäftes, das sich in umgekehrter Weise wie bei der Aufnahme eines neuen Teilhabers (3) vollzieht. Die KAG als Partnerin bei der Rückgabe des Anteilscheins erwirbt von dem ausscheidenden Teilhaber das Miteigentumsrecht gemäß § 931 BGB. Da sie jedoch für Rechnung des Sondervermögens handelt, wächst das zurückerworbene Anteilsrecht im Wege der Surrogation nach § 6 Abs. II KAGG allen verbleibenden Anteilinhabern zu gleichen Teilen zu (4).

(1) zustimmend Geßler, S. 26; Schäcker, S. 121; v. Caemmerer, S. 48

(2) vgl. Siara-Tormann, § 21 Anm. IV 4, S. 95

(3) s. S. 117 dieser Arbeit

(4) vgl. hierzu Schäcker, S. 121; a. A. Baum, S. 152, auch Barocka, S. 135. § 17 Abs. III S. 1 KAGG kann hier nicht angewendet werden. Genauso wenig wie die Ausgabe eines Anteilscheins Gegenstand eines Kaufvertrages ist (S. 108/109 dieser Arbeit), ist auch die Rücknahme kein Veräußerungsgeschäft im Sinne der genannten Vorschrift. Die Rückgabe ist nicht auf Übertragung der in dem Anteilschein verbrieften Ansprüche, d. h. der Ansprüche des Teilhabers gegenüber der KAG, gerichtet, sondern gerade auf eine Aufhebung der vertraglichen Rechte und Pflichten. Ein Schuldverhältnis wird aber nicht dadurch aufgehoben, daß man die Ansprüche auf die Schuldnerin zurücküberträgt. Infolgedessen treffen die Voraussetzungen des § 17 Abs. III KAGG bei der Rücknahme nicht zu.

VII. Die Rechte bezüglich der Verwaltung des Sondervermögens

1.) Alleinige Verwaltungsbefugnis der KAG und ihre Grenzen

Nach § 9 Abs. I S. 1 KAGG ist der KAG die Pflicht auferlegt, das Sondervermögen zu verwalten. Diese Verpflichtung, die in ihren praktischen Auswirkungen sowohl für die Anteilinhaber als auch für die KAG am bedeutsamsten ist, ist bindendes Recht und kann nicht durch vertragliche Vereinbarungen beschränkt oder ausgeschlossen werden (1).

Andererseits bringt diese Pflicht auch das ausschließliche Recht der KAG mit sich, das Sondervermögen zu verwalten. Alle gesetzlichen Vorschriften, die sich auf die Verwaltung des Sondervermögens beziehen, legen daher ein Handeln der KAG zugrunde (z. B. §§ 12 Abs. III S. 1, 13 Abs. I). Insbesondere kommt die ausschließliche Verwaltungsbefugnis in § 8 Abs. I S. 1 KAGG zum Ausdruck, wonach die KAG - und niemand sonst - berechtigt ist, über die zum Sondervermögen gehörenden Gegenstände zu verfügen und alle Rechte aus ihnen auszuüben.

Ferner ergibt sich die Verwaltungsbefugnis aus dem Umstand, daß die KAG bei ihrer gesamten Verwaltungstätigkeit für das Sondervermögen stets im eigenen Namen handelt. Vom Handeln im eigenen Namen ist an mehreren Stellen des Gesetzes die Rede (§§ 1 Abs. I, 8 Abs. I S. 1). Wenn es in § 1 Abs. I heißt, daß eingelegtes Geld im eigenen Namen angelegt werden soll, so wird man den Ausdruck "anlegen" für alle in Frage kommenden Verwaltungsgeschäfte verstehen müssen (2). Denn diese Bestimmung enthält eine Legaldefinition, die den Geschäftsbereich einer KAG umreißt. Der Unternehmenszweck erschöpft sich aber nicht darin, für das eingelegte Geld Wertpapiere anzuschaffen, sondern er umschließt zwangsläufig noch eine weitere fortlaufende Tätigkeit. Danach ist die Gesellschaft nicht nur befugt, sondern auch verpflichtet, bei allen Rechtsgeschäften, die sie für das Sondervermögen durchführt, im eigenen Namen aufzutreten (3).

(1) vgl. Dürre-Full, § 14 Erl. 1, S. 21; Schäcker, S. 100

(2) vgl. auch Schäcker, S. 111

(3) ebenso Geßler, S. 18. Zwar kommt ein Handeln im Namen des Sondervermögens ohnehin nicht in Betracht, da das Sondervermögen keine eigene Rechtspersönlichkeit besitzt. Aber es wäre denkbar, daß die KAG im Namen der Anteilinhaber auftreten könnte. Namens der Anteilinhaber Verbindlichkeiten einzugehen, ist ihr gemäß § 9 Abs. II S. 2 KAGG sogar ausdrücklich untersagt.

Indem die KAG stets im eigenen Namen handelt, ist sie also gegenüber Außenstehenden alleinige Partei für alle Rechtsgeschäfte, die sich auf das Sondervermögen beziehen. Es liegt somit eine mittelbare Stellvertretung vor, da die KAG für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilinhaber handelt (§§ 1 Abs. I, 9 Abs. I S. 1 KAGG) und die wirtschaftlichen Folgen jedenfalls die Einleger treffen.

Das Rechtsgebilde der mittelbaren Stellvertretung bedeutet jedoch nicht grundsätzlich, daß die "Vertretenen" im Innenverhältnis keinen Einfluß auf die für sie abgeschlossenen Rechtsgeschäfte haben dürfen. Im KAGG sind dagegen solche Einflußmöglichkeiten oder gar Weisungsrechte der Anteilinhaber nicht vorgesehen. Demgemäß haben sie die Investmentgesellschaften auch nicht von sich aus in ihre Vertragsbedingungen aufgenommen.

Dafür enthält das KAGG besonders ausgeprägte Bestimmungen zum Schutze der Anteilinhaber. Es verlangt zunächst in § 9 Abs. I S. 1, daß die KAG bei der Verwaltung die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns anwendet. Da die KAG den Einlegern gegenüber aus den vertraglichen Beziehungen heraus zur Sorgfalt verpflichtet ist, ist es an sich selbstverständlich, daß sie dem § 347 Abs. I HGB unterliegt, dessen Tatbestandsmerkmale ohnedies gegeben sind. Diese Vorschrift stellt neben der Grundregel des § 276 BGB keinen eigenen Sorgfaltsbegriff auf; sie dehnt nur seinen Umfang auf den Handelsverkehr aus. Dabei ist im Einzelfall auf den jeweiligen kaufmännischen Geschäftszweig abzustellen (1). Die Sorgfalt einer ordentlichen KAG muß wegen ihrer treuhänderischen und selbständigen Stellung besonders hohen Anforderungen entsprechen. Bei einer Verletzung der hiernach gebotenen Sorgfalt durch die Organe haftet die KAG nach § 31 BGB; für ihre Angestellten muß sie nach § 278 BGB einstehen.

Auf eine Haftungsbeschränkung gemäß § 347 Abs. II HGB kann sich die KAG nicht berufen. Die darin genannten Fälle entsprechen eben nicht der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns, wie sie durch § 9 Abs. I S. 1 KAGG gefordert wird. Außerdem werden sie bei der Verwaltung eines Sondervermögens kaum praktisch werden (2).

§ 9 Abs. I S. 1 KAGG verlangt ferner, daß die KAG jederzeit die Interessen der Anteilinhaber wahrt. Das Gesetz begnügt sich aber nicht damit, diese Forderung nur allgemein zu erheben. Es stellt vielmehr weitgehend darauf ab, den Interessen der Anteilinhaber durch eingehendere Schutzbestimmungen Nachdruck zu verleihen, wie im Folgenden noch deutlich werden wird.

(1) vgl. Baumbach-Duden, § 347 Anm. 1; Düringer-Hachenburg, § 347 Anm. 5

(2) vgl. Siara-Tormann, § 9 Anm. I S. 42

An dieser Stelle sind zunächst die allgemeinen Beschränkungen hinsichtlich der Verwaltung hervorzuheben, denen die KAG durch das Gesetz unterworfen ist.

Sie besitzt trotz ihrer Verwaltungsrechte nicht die Befugnis, zu Lasten des Sondervermögens Verbindlichkeiten einzugehen. Dies ergibt sich aus § 9 Abs. II KAGG, wonach das Sondervermögen für Verbindlichkeiten der KAG niemals haftet, und zwar auch dann nicht, wenn es sich um Rechtsgeschäfte handelt, die für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilinhaber geschlossen werden. Während also jeder erworbene Gegenstand im Rahmen der Surrogation des § 6 Abs. II KAGG automatisch dem Sondervermögen zufällt, kann es von dritter Seite nicht in Anspruch genommen werden. Vielmehr haftet nach außen in jedem Fall die KAG mit ihrem eigenen Vermögen (1). Dieses Ergebnis folgt auch zwangsläufig aus dem Gebot an die KAG, stets im eigenen Namen zu handeln (2). Indem sie bei Rechtsgeschäften mit Außenstehenden selbst als Partei auftreten muß, kann nur sie allein verpflichtet werden. Sofern die KAG Geschäfte für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilinhaber durchführt, kann sie dann im Innenverhältnis die Bezahlung unmittelbar aus dem Sondervermögen veranlassen (§ 11 Abs. IV KAGG) und wegen ihrer eigenen Aufwendungen Regreß nehmen (§ 11 Abs. VII KAGG).

Weiterhin ist es der KAG untersagt, zum Sondervermögen gehörende Gegenstände zu verpfänden oder sonst zu belasten, zur Sicherung zu übereignen oder abzutreten (§ 8 Abs. II KAGG). Diese Regelung mag auf den ersten Blick merkwürdig erscheinen. Wenn man nämlich bedenkt, daß die KAG die einzelnen Gegenstände ganz übertragen kann, so sollte es ihr doch erst recht möglich sein, in geringerem Umfang über sie zu verfügen. Dem stehen jedoch gewichtige Gründe entgegen. Während nämlich bei der Veräußerung regelmäßig eine Gegenleistung erworben und dem Sondervermögen zugeführt wird, erscheint es bei der Begründung lediglich eines beschränkten Rechtes nicht gewährleistet, daß dem Sondervermögen dafür auch ein unmittelbarer Vorteil zugute kommt. Es besteht also die Gefahr, daß der Wert des Sondervermögens ohne entsprechenden Ausgleich geschmälert wird. Außerdem würde durch eine Verpfändung oder sonstige Belastung der zum Sondervermögen gehörende Gegenstand selbst haften. Wie sich aus den vorangegangenen Betrachtungen ergibt, hat der Gesetzgeber aber gerade den Grundsatz aufgestellt, auf dem Sondervermögen keine Verbindlichkeiten ruhen zu lassen und dadurch Eingriffe Dritter auszuschalten.

(1) vgl. Geßler, S. 19

(2) vgl. S. 139 dieser Arbeit

Der wesentlichste Gesichtspunkt für die Bestimmung des § 8 Abs. II KAGG dürfte schließlich der folgende sein: Wenn die KAG die Vermögenswerte verpfänden oder sonst belasten, zur Sicherung übereignen oder abtreten könnten, wäre es ihr leicht möglich, Kredite auf das Sondervermögen aufzunehmen. In früheren Jahren haben - vor allem in den USA - die Investmentunternehmen häufig von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, auf Kreditbasis zu spekulieren; das damit eingegangene Risiko wirkte sich in Krisenzeiten besonders verhängnisvoll aus (1). Diese Gefahrenquelle ist durch § 8 Abs. II KAGG verstopft worden (2).

Eine gegen diese Vorschrift verstoßende Verfügung ist gegenüber den Anteilinhabern unwirksam. Normalerweise führt in unserem Recht die Überschreitung der Verfügungsmacht zu absoluter Unwirksamkeit (3). Auch bei verbotswidrigen Belastungen von zum Sondervermögen gehörenden Gegenständen wird die gesetzlich geregelte Verfügungsmacht überschritten. Trotzdem tritt nach § 8 Abs. II KAGG nur relative Unwirksamkeit ein, nämlich nur im Verhältnis Anteilinhaber - Erwerber; im übrigen sind die Verfügungen voll wirksam. Diese Rechtsfolge ist schon deswegen unbefriedigend, weil die Geltendmachung relativer Unwirksamkeit allgemein besonderen Schwierigkeiten begegnet (4). Hinzu kommt hier noch, daß die Anteilinhaber praktisch keine Möglichkeit haben, ihre geschützten Interessen zu verfolgen (5). Gegebenenfalls könnte höchstens die Depotbank nach § 11 Abs. VIII Ziff. 1 KAGG gegen die KAG vorgehen, damit diese entsprechend ihrer Verpflichtung zu ordnungsmäßiger Verwaltung (§ 9 Abs. I KAGG) die unwirksam belasteten oder übereigneten Gegenstände zurückholt.

(1) vgl. S. 22 dieser Arbeit.

(2) Nicht zuletzt aus diesem Grunde ist das auf S. 22 beschriebene "leverage"-System bei den deutschen Investmentunternehmen nicht anwendbar. Den KAG's selbst bleibt es zwar unbenommen, sich Kredite zu verschaffen. Da sie jedoch dafür mit ihrem Eigenvermögen einzustehen haben, von dem das Sondervermögen streng zu trennen ist, erwachsen den Anteilinhabern hieraus keine Gefahren, vgl. auch Baum, S. 29.

(3) vgl. Staudinger-Coing Vorbem. 12 zu § 104

(4) vgl. Staudinger-Coing, § 135 Anm. 11

(5) vgl. v. Caemmerer JZ 1958 S. 46 Fußnote 40. Über die Durchsetzbarkeit von Ansprüchen der Anteilinhaber vgl. unten S. 155/156

Schließlich ist noch § 8 Abs. III KAGG zu erwähnen. Danach können Forderungen gegen die Gesellschaft und Forderungen, die zu einem Sondervermögen gehören, nicht gegeneinander aufgerechnet werden. Diese Bestimmung ist wiederum Ausfluß des Grundsatzes, daß Eigenvermögen der KAG und Sondervermögen voneinander zu trennen sind, und zwar ohne Unterschied zwischen Miteigentums- und Treuhandlösung (§ 6 Abs. I KAGG). Eine dennoch von der Gesellschaft erklärte Aufrechnung ist unwirksam, da die KAG insofern einer Verfügungsbeschränkung i. S. des § 135 BGB unterliegt (1). Daß es sich in jedem Fall, gleichgültig wer aufrechnet, um absolute Unwirksamkeit handelt, geht auch aus der Formulierung des Gesetzes "können nicht" hervor (2).

2.) Die Anlagetätigkeit

Zunächst ist nochmals auf § 7 KAGG zu verweisen. Der Erwerb der Anlagepapiere für das Sondervermögen bildet seinem sachlichen Umfang nach den Schwerpunkt der Verwaltungstätigkeit.

Auf den Seiten 83 bis 93 dieser Arbeit ist bereits im einzelnen ausgeführt worden, daß die Wertpapiere nicht beliebig in den Fonds aufgenommen werden dürfen, sondern nach Art und Menge Beschränkungen unterliegen. Es hat sich dort auch gezeigt, daß die gesetzlichen Vorschriften eine zweckgerechte Anlage im Sinne der Anteilinhaber bewirken.

Innerhalb der durch § 7 KAGG gesteckten Grenzen bleibt es der Fähigkeit und Umsicht der KAG-Organen überlassen, wie sie die Anlagetätigkeit ausüben (3). So bleibt es insbesondere der Geschäftsleitung unbenommen, nach ihrem Gutdünken Wertpapiere aus dem Fonds zu verkaufen und mit dem Erlös andere Papiere anzuschaffen, wenn ihr ein solcher Austausch als günstig erscheint.

(1) zustimmend Baum, S. 156

(2) vgl. Schäcker, Anmerkung 149

(3) Häufig sehen die Vertragsbedingungen vor, daß die Auswahl der dem Fonds zuzuführenden Werte im Einvernehmen mit dem Aufsichtsrat zu erfolgen hat, dessen Mitglieder gemäß § 4 Abs. I S. 1 KAGG ihrer Persönlichkeit und ihrer Sachkunde nach gewährleisten sollen, daß die Interessen der Anteilinhaber gewahrt werden.

Die Mitglieder der Geschäftsführung oder des Aufsichtsrates der KAG dürfen allerdings nicht selbst Wertpapiere und Bezugsrechte an das Sondervermögen verkaufen oder daraus ankaufen (§ 5 S. 1 KAGG). Ein Verstoß gegen diese Bestimmung führt wegen des Wortlautes "können nicht" und im Hinblick auf die Regelung, die der Gesetzgeber in § 7 KAGG getroffen hat (1), zur Nichtigkeit des Rechtsgeschäfts. Damit soll verhindert werden, daß die Verwalter den Fonds dazu benutzen, um sich eigensüchtig Vorteile zu verschaffen.

Angesichts der Bestimmung des § 11 Abs. V KAGG, wonach Wertpapiere und Bezugsrechte für das Sondervermögen höchstens zum Tageskurs erworben werden dürfen und sie mindestens zum Tageskurs veräußert werden müssen, hält Siara-Tormann (2) die Vorschrift des § 5 für überflüssig, wenn nicht gar nachteilig.

Dieses Argument dürfte jedoch nicht ausreichen, um die Berechtigung des § 5 zu verneinen. Grundsätzlich kann es nicht wünschenswert sein, daß die Verwalter des Sondervermögens gleichzeitig als Käufer und Verkäufer auftreten. Bei Kaufgeschäften verfolgen die Parteien in aller Regel verschiedenartige Interessen. Wenn die Parteien durch ein und dieselbe Person vertreten werden, ist es durchaus naheliegend, daß die eigenen Interessen hohergestellt werden als die der Anteilinhaber.

Auch die Notwendigkeit, daß solche Geschäfte hier zu einem objektiv festgesetzten Preis durchgeführt werden müßten, schließt nicht die Gefahr aus, daß ein Interessenkonflikt entsteht, der zum Nachteil des Sondervermögens gelöst wird. So könnte ein Geschäftsführer schwer absetzbare Papiere abladen wollen, dessen Erwerb für den Fonds sonst nicht in Betracht käme. Oder ein Geschäftsführer könnte mit Hilfe des von ihm verwalteten Sondervermögens bequemer spekulieren, indem er immer dann Papiere aus dem Fonds aufkauft, wenn deren Wertsteigerung zu erwarten ist, und Papiere abgibt, bei denen ein baldiger Kursrückgang zu befürchten ist.

Die Anteilinhaber vertrauen aber ihre Einlagen nicht zuletzt deshalb einer KAG an, damit diese ihre überdurchschnittliche Sachkenntnis, zu der auch ein besserer Überblick über die mögliche Marktentwicklung gehört, allein in den Dienst des Fonds stellt und nicht gegen ihn ausnutzt.

Außerdem kann sich der Tageskurs, zu dem die Geschäfte für das Sondervermögen abzuschließen sind, bei fortlaufenden Notierungen im Laufe des Börsentages ändern (3). Während die Geschäftsführung normalerweise im Inter-

(1) s. S. 94 u. 97/98 dieser Arbeit

(2) § 5 S. 30

(3) wie Siara-Tormann, § 11 Anm. V S. 50. selbst ausführt

esse des Fonds stets den günstigsten variablen Kurs erzielen soll, könnte sie bei eigenen Geschäften unschwer einen ungünstigeren Kursstand aussuchen.

3.) Die Stimmrechtsausübung

Zur Verwaltung des Sondervermögens gehört auch, daß die KAG alle sich aus den Anlagepapieren ergebenden Rechte wahrnimmt. Neben ihrer Aufgabe, für die Einziehung der fälligen Dividenden und Zinsen zu sorgen, ist vor allem die Ausübung des Stimmrechts aus den im Fonds befindlichen Aktien zu nennen.

Aus § 8 Abs. I KAGG geht hervor, daß die KAG allein berechtigt ist, das Stimmrecht auszuüben. Sie bedarf hierzu nicht einmal einer schriftlichen Ermächtigung der Anteilinhaber nach § 114 des Aktiengesetzes (§ 8 Abs. I S. 2 KAGG). Wenn die KAG selbst Eigentümerin des Fondsvermögens wäre - also bei der sogenannten Treuhandlösung -, brauchte sie als Vollrechtsinhaberin ohnedies keine solche Ermächtigung. Anders verhält es sich jedoch bei der üblichen Miteigentumslösung, bei der die Anteilinhaber in ihrer Gesamtheit Aktionäre sein müßten.

Theoretisch werden die Anteilinhaber auch als die eigentlichen Aktionäre angesehen. Man weist darauf hin, daß sie auf Grund des Investmentvertrages die KAG lediglich ermächtigt haben, alle ihnen zustehenden Rechte aus den zum Sondervermögen gehörenden Gegenständen auszuüben.

Auch in Bezug auf das Stimmrecht ist ja eine solche Legitimationsübertragung möglich - also nur eine Übertragung der Rechtsausübung, nicht des Rechtes selbst -, wie § 114 Abs. IV AktG beweist. Systematisch gesehen, soll danach § 8 Abs. I S. 2 KAGG nur klarstellen, daß aus Gründen der Zweckmäßigkeit - wegen der Vielzahl der Miteigentümer - auf die Schriftform einer dahingehenden Ermächtigung verzichtet werden kann (1).

-
- (1) Siara-Tormann, § 8 Anm. I S. 40/41, hält die Anwendung des § 114 Abs. IV AktG ohnedies für ausgeschlossen, weil die KAG's zwar Kreditinstitute, aber keine Banken im Sinne der genannten Vorschrift seien. - Dagegen ist zu sagen, daß eine KAG zwar erhebliche Unterschiede zu Instituten aufweist, die man gemeinhin als Banken bezeichnet. Und wenn der Gesetzgeber im Aktiengesetz den Ausdruck "Banken" gewählt hat, so wollte er anscheinend nicht alle Kreditinstitute erfassen, sondern nur solche, denen im Rahmen ihres Geschäftsbetriebes Wertpapiere anvertraut werden. Den KAG's werden ebenfalls fremde Wertpapiere anvertraut. Man kann sie insoweit sehr wohl als Banken

Trotz dieser systematischen Begründung muß es jedoch als zweifelhaft erscheinen, ob die Anteilinhaber wenigstens noch theoretisch als Aktionäre gelten können. Sie begeben sich ja nicht freiwillig der Möglichkeit, die ihnen an sich zustehenden Mitgliedschaftsrechte selbst auszuüben, sondern werden kraft Gesetzes dazu gezwungen. Die Ausübung der Rechte müssen sie von vornherein und ausnahmslos der KAG überlassen, so daß man schwerlich davon sprechen kann, sie hätten eine "juristische Sekunde" lang selbst alle Befugnisse, bevor sie diese im Wege der Ermächtigung übertragen. Wenn jemandem die Geltendmachung eines Rechts grundsätzlich und allezeit verwehrt wird, wird ihm auch die Substanz des Rechts entzogen. Dann entspricht es aber auch nicht der wahren Rechtslage, wenn die Innehabung der Aktionärsrechte den Anteilhabern zugeordnet wird.

Das KAGG hebt in § 9 Abs. I S. 1 hervor, daß die KAG besonders bei der Ausübung der mit dem Sondervermögen verbundenen Stimmrechte die Interessen der Anteilinhaber wahren muß (1). Verstöße hiergegen könnten die KAG schadensersatzpflichtig machen, werden sich aber kaum jemals nachweisen lassen.

Grundsätzlich soll die KAG die Stimmrechte selbst ausüben. Da ein höchstpersönliches Tätigwerden einer juristischen Person begrifflich nicht möglich ist, wird sie sich im Regelfall durch ihre Organe oder durch Angestellte auf den Hauptversammlungen vertreten lassen. Während die Geschäftsführung auf Grund ihrer gesetzlichen Vertretungsbefugnis für die KAG auftreten kann, bedürfen Angestellte oder sonstige Dritte einer schriftlichen Vollmacht (§ 114 Abs. III AktG), wenn sie das Stimmrecht ausüben sollen. In jedem Fall werden die gesetzlichen oder bevollmächtigten Vertreter im Namen der KAG tätig.

ansprechen, zumal nachdem in § 1 Abs. I Nr. 6 KWG 61 ausdrücklich festgestellt worden ist, daß die von Investmentunternehmen betriebenen Geschäfte Bankgeschäfte sind. (Die Bezeichnung Banken hat sich ja auch in anderen Wirtschaftszweigen, z. B. auf dem Gebiet des Teilzahlungskreditgeschäfts, für Institute eingebürgert, die eben nur eine ganz bestimmte Art von Bankgeschäften betreiben und im übrigen mit den allgemeinen Geschäftsbanken wenig gemeinsam haben). - Dieser Meinung war offenbar auch der KAGG-Gesetzgeber, denn sonst hätte er sich die Vorschrift des § 8 Abs. I S. 2 erspart. Es ist nicht davon auszugehen, daß in ein Gesetz überflüssige Feststellungen aufgenommen werden. Hätte der Gesetzgeber lediglich Irrtümern hinsichtlich der Anwendbarkeit des § 114 AktG vorbeugen wollen, hätte er dies durch eine andere Formulierung zu erkennen gegeben.

-
- (1) Frank, S. 64/65 und 89/90, führt in diesem Zusammenhang aus, daß den KAG's jeder Antrieb zur eigenwilligen Ausnutzung der aus dem Fondsvermögen entspringenden Stimmrechte abgehe und diese Rechte der Bank zufließen, von der die KAG's jeweils abhängig sind, und deren Machtkonzentration dadurch weiter verstärkt werde.

Bei Vorliegen dieser Voraussetzungen wird man von einem "Selbstaüben" des Stimmrechts durch die KAG im Sinne des § 9 Abs. I S. 2 KAGG sprechen müssen, zumal das Gesetz hierzu keine näheren Einschränkungen gemacht hat (1).

Wenn auch die KAG im Regelfall selbst auf den Hauptversammlungen erscheinen und ihre Stimmrechte wahrnehmen soll, so kann sie doch nach § 9 Abs. I S. 3 KAGG ausnahmsweise andere zur Stimmrechtsausübung ermächtigen. Eine solche Ermächtigung darf jedoch nur für den Einzelfall, also für eine bestimmte Hauptversammlung, gegeben werden.

Eine generelle Stimmrechtsermächtigung für mehrere Hauptversammlungen wäre nichtig, da § 9 Abs. I S. 3 KAGG insoweit ein gesetzliches Verbot aufstellt (2).

Eine ausnahmsweise erteilte Stimmrechtsermächtigung soll mit Weisungen für die Ausübung verbunden sein. Da es sich hierbei um eine Soll-Vorschrift handelt, bleibt es der KAG überlassen, ob und welche Weisungen sie gibt. Ihre Entscheidung hat sie jedenfalls danach auszurichten, wie den Interessen der Anteilhaber am besten gedient ist.

Nach Siara-Tormann (3) kann die Unterlassung genauer Weisungen unter Umständen zweckmäßig und geboten sein, wenn der Gang der Hauptversammlung nicht von vornherein zu übersehen ist und dem Ermächtigten besser ein Spielraum hinsichtlich der Stimmabgabe verbleibt. Das mag hin und wieder zutreffen, darf aber nicht dazu führen, daß die KAG solche Voraussetzungen weit auslegt und demzufolge regelmäßig auf die Erteilung von Weisungen verzichtet. Für den Fachmann werden Hauptversammlungen nur selten wirkliche Überraschungen bezüglich bedeutsamer Punkte der Tagesordnung bringen.

Weisungen sind regelmäßig deshalb geboten, weil der Ermächtigte im eigenen Namen auftritt und kaum zu kontrollieren ist, ob er zum Vorteil des Sondervermögens davon Gebrauch macht. Dies ist insbesondere dann zweifelhaft, wenn - wie es in der Praxis meist der Fall ist - eine Bank ermächtigt wird, der noch andere Stimmrechte zur Verfügung stehen. Vor allem wenn die Bank selbst Aktionär der betreffenden Gesellschaft ist, liegt die Ge-

(1) zustimmend Siara-Tormann, § 9 Anm. I S. 43; Schäcker, S. 109

(2) so die einhellige Meinung in der Literatur, vgl. z. B. Geßler, § 9 Erl. V S. 18; Siara-Tormann, § 9 Anm. I S. 43

(3) § 9 Anm. I S. 43

fahr nahe, daß sie die ihr zur Ausübung überlassenen Stimmrechte dazu benutzt, zugunsten ihrer eigenen Interessen die Ergebnisse der Hauptversammlung zu beeinflussen. Die hier angeschnittene Frage fällt unter den Problemkreis des Depotstimmrechts schlechthin (1).

Abschließend ist festzustellen, daß die KAG dafür zu sorgen hat, daß die mit dem Sondervermögen verbundenen Stimmrechte in geeigneter Weise ausgeübt werden. Siara-Tormann (2) meint, die KAG könne die Aktien des Sondervermögens auch unvertreten lassen, wenn dies mit den Interessen der Anteilhaber vereinbar sei. Dagegen wendet sich Schäcker (3) und weist mit Recht darauf hin, daß eine solche Annahme der Pflicht zur laufenden Interessenwahrung für die Anteilhaber widersprechen würde. Wie eingangs dieses Abschnitts betont, umfaßt die Pflicht zur Verwaltung des Sondervermögens auch die Pflicht, alle sich aus dem Sondervermögen ergebenden Rechte wahrzunehmen. Die KAG erfüllt ihre Verpflichtungen aber nicht dadurch, daß sie untätig bleibt. Gerade in Bezug auf die Stimmrechte ist auch kaum ein Fall denkbar, in dem eine Nichtausübung für die Anteilhaber vorteilhafter wäre.

VIII. Die Überwachung der Fondsverwaltung

1.) Bedeutung des Aufsichtsrates

Jede KAG ist verpflichtet, einen Aufsichtsrat zu bilden. Bei einer KAG, die in der Rechtsform einer AG betrieben wird, folgt dies zwingend aus §§ 86 ff. des Aktiengesetzes. Dagegen stellt es das GmbH-Gesetz - und gerade diese Rechtsform wird regelmäßig von den Investmentunternehmen gewählt - dem Gesellschaftsvertrag anheim, ob ein Aufsichtsrat gebildet wird (§ 52 GmbH-Ges). Diese Entscheidungsfreiheit ist den KAG's durch die Sonderbestimmung des § 3 KAGG genommen. Danach müssen sie auch in der Rechts-

-
- (1) Eingehendere Untersuchungen darüber finden sich bei Rasch, Richtige und falsche Wege der Aktienrechtsreform, Karlsruhe, 1960, S. 9 ff., und Mestmäcker, S. 92 ff.
 - (2) § 9 Anm. I, S. 44
 - (3) Anmerkung 164

form einer GmbH einen Aufsichtsrat haben. Seine Zusammensetzung sowie seine Rechte und Pflichten bestimmen sich nach §§ 86, 87, 89 bis 99, 102 Abs. II, 109 Abs. II, 209 Abs. III des Aktiengesetzes (1).

Weiterhin schreibt § 4 Abs. I KAGG vor, daß die Mitglieder des Aufsichtsrats ihrer Persönlichkeit und ihrer Sachkunde nach die Wahrung der Interessen der Anteilhaber gewährleisten sollen. Der Gesetzgeber wollte damit wohl nicht zum Ausdruck bringen, daß die Aufsichtsratsmitglieder die Interessen der Anteilhaber gegenüber der Geschäftsleitung vertreten sollen. Eine solche Annahme würde die Stellung eines Aufsichtsrats verkennen. Er wird von den Gesellschaftern gewählt, von denen also, welche die Betriebsmittel der KAG aufbringen. Die Anteilhaber haben damit gar nichts zu tun. Ihnen gegenüber ist der Aufsichtsrat auch nicht verantwortlich. Zwar haften die Aufsichtsratsmitglieder für unerlaubte Handlungen, sofern den Anteilhabern dadurch ein Schaden entsteht; als Schutzbestimmungen i. S. des § 823 Abs. II BGB sind dabei vornehmlich alle gesetzlichen Vorschriften anzusehen, die zum Schutz der Anteilhaber gegen eine Schmälerung des Sondervermögens erlassen worden sind (2). Die Haftung aus § 823 BGB ist aber eine Selbstverständlichkeit und besteht im Grunde genommen gegenüber allen Dritten. Im übrigen kommen keine direkten rechtlichen Beziehungen zwischen den Anteilhabern und dem Aufsichtsrat in Frage. Vielmehr steht den Anteilhabern die KAG insgesamt als Partner des Investmentvertrages gegenüber. Der Aufsichtsrat gehört zur KAG als dessen Organ. Sein Handeln ist allein der KAG zuzurechnen.

Die Stellung des Aufsichtsrats schließt allerdings nicht aus, daß seine Tätigkeit auch den Anteilhabern zugute kommt. Gemäß § 95 AktG hat er die Geschäftsführung zu überwachen. Er muß daher auch darauf achten, daß die Geschäfte im Einklang mit den gesetzlichen Vorschriften betrieben werden. Da es sich dabei zum großen Teil um Schutzbestimmungen handelt, sind die Anteilhaber besonders daran interessiert, daß ihre Einhaltung gewährleistet wird. Ferner erstreckt sich die Überwachung durch den Aufsichtsrat auch darauf, daß die Gesellschaft fachlich gut arbeitet und ihr Geschäftsvolumen steigert. Dies ist ebenfalls für die Anteilhaber von Nutzen. Insoweit decken sich also die Aufgaben des Aufsichtsrats mit den Interessen der Anteilhaber.

Darüber hinaus und insbesondere in wirtschaftlicher Hinsicht hat jedoch der

(1) vgl. hierzu die Ausführungen zu § 3 KAGG bei Siara-Tormann

(2) vgl. auch Baum, S. 165

Aufsichtsrat anderweitige Belange wahrzunehmen, und zwar die der Gesellschafter, da diese ihn gerade mit ihrer Vertretung betrauen. Den Gesellschaftern ist verständlicherweise in erster Linie daran gelegen, daß ihr Unternehmen einen guten Gewinn abwirft und auch sonst möglichst viele Vorteile aus dem Geschäftsbetrieb erzielt. Diese Gewinne und Vorteile werden auf Kosten der Anteilhaber erreicht, da sie die einzigen Kunden der Investmentgesellschaft sind. Es liegt auf der Hand, daß in diesen Fragen der Aufsichtsrat nicht auf der Seite der Anteilhaber steht, sondern ihnen entgegengesetzte Ziele verfolgt.

Das kann auch nicht anders sein, wenn die Mitglieder des Aufsichtsrats angesehene Persönlichkeiten sind und sich durch Sachkunde auszeichnen. Daß an Aufsichtsratsmitglieder diese Voraussetzungen zu stellen sind, sollte sich im übrigen von selbst verstehen. Denn nur so können sie ihren Aufgaben, die Geschäftsleitung zu überwachen, gerecht werden. Unfähige Vertreter werden auch nicht dem Wohle der Gesellschaft dienen.

Allerdings soll nicht übersehen werden, daß in der Praxis vielfach die Geschäftsleitung die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder entscheidend beeinflußt. Ihr kommt es weniger darauf an, Persönlichkeiten zu benennen, die besonders geeignet sind, die Interessen der Aktionäre oder Gesellschafter zu vertreten. Auch spielen bei der Zusammensetzung eines Aufsichtsrats häufig andere als rein fachliche Gesichtspunkte eine entscheidende Rolle. Es ist kein Geheimnis, daß z. B. Aufsichtsratsposten vergeben werden, um freundschaftliche Beziehungen zu anderen Unternehmen zu erhalten.

Der Gesetzgeber hat offenbar an diese Praxis gedacht und durch § 4 KAGG der eigentlichen Zweckbestimmung des Aufsichtsrats Nachdruck verleihen wollen. Dort, wo die Gesellschafter nicht schon aus eigenem Interesse zur Überwachung der Geschäftsleitung befähigte Persönlichkeiten bevorzugen, sollen sie wenigstens im Interesse der Anteilhaber eine entsprechende Wahl treffen. Denn wenn die Tätigkeit der Fondsverwaltung wirksam überwacht wird, haben auch die Anteilhaber, wie oben ausgeführt, eine gewisse Sicherung gegen Mißbrauch und Fehlleitung.

Es läßt sich allerdings schwer allgemein festlegen, welche Persönlichkeit und Sachkunde ausreichen, um für einen Aufsichtsratsposten zu qualifizieren. Negativ wird man jedenfalls dahin abgrenzen können, daß wegen Eigentums- und Wirtschaftsvergehen bestrafte Personen ungeeignet sind. Andererseits kann nicht genügen, daß keine nachteiligen Beurteilungen vorliegen. Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen ein weitergehendes Ansehen und Vertrauen genießen und außerdem über besondere Sachkunde, also Kenntnisse und

praktische Erfahrungen auf dem Gebiet des Wertpapierwesens, verfügen (1).

Trotz der dahingehenden Forderung des Gesetzgebers steht es letztlich ganz im Belieben der Investmentgesellschaft, wie sie ihren Aufsichtsrat zusammensetzt. Einmal stellt § 4 KAGG lediglich eine Soll-Vorschrift dar, zum anderen ist keine rechtliche Handhabe vorgesehen, um von außen auf die Entscheidung der Gesellschafter- bzw. Hauptversammlung einzuwirken. Zwar sind nach § 4 Abs. I S. 2 KAGG die Bestellung des Aufsichtsrats und jeder Wechsel seiner Mitglieder unverzüglich der Bankaufsichtsbehörde anzuzeigen. Da jedoch damit nur eine Anzeigepflicht wie in § 24 KWG festgelegt wird und der Aufsichtsrat nicht von der Bankaufsichtsbehörde bestätigt zu werden braucht (2), hat diese auch kein Recht, Aufsichtsratsmitglieder zu entfernen (3).

Zusammenfassend zeigt sich, daß der Aufsichtsrat mittelbar auch für die Anteilinhaber von Nutzen sein kann. Er ist aber nicht verpflichtet, ihre Interessen wahrzunehmen, und zwar unabhängig davon, ob sich die KAG an § 4 KAGG hält oder nicht. Aus diesem Grunde kommt dem Aufsichtsrat für die Sicherung der Anteilinhaber keine besondere Bedeutung zu.

2.) Die Stellung der Depotbank

In der Fremddeponierung der Fondswerte, wie sie bei den anglo-amerikanischen Trusts herausgebildet worden ist (4), hat der deutsche Gesetzgeber eine besonders geeignete Möglichkeit zur Überwachung der Fondsverwaltung er-

(1) vgl. hierzu Siara-Tormann, § 4 Anm. I S. 28

(2) Eine derartige Bestätigung war im Entwurf des KAGG ursprünglich geplant, ist aber vom Vermittlungsausschuß auf Veranlassung des Bundesrates fallen gelassen worden, vgl. Siara-Tormann, § 4 Anm. I S. 28.

(2) vgl. hierzu Geßler, S. 13; ferner Baum, S. 67/68, der ausführt, daß unter Umständen höchstens eine Untersagung des Geschäftsbetriebs gemäß § 6 Abs. I c KWG (jetzt § 35 Abs. II KWG 61) in Frage kommen könnte. Man wird jedoch nicht sagen können, daß die Geschäftsleitung der KAG nicht voll funktioniert, nur weil der Aufsichtsrat mangelhaft besetzt ist. Denn die Aufsichtsratsmitglieder haben lediglich die Geschäftsleitung zu überwachen, nicht aber an ihr aktiv teilzunehmen.

(4) vgl. S. 39, 50, 76 dieser Arbeit

blickt. Er hat den KAG's nicht nur vorgeschrieben, das gesamte Sondervermögen bei einem anderen Kreditinstitut verwahren zu lassen, sondern dieses andere Kreditinstitut, die Depotbank, auch mit einer Reihe von Kontroll- und Treuhandfunktionen ausgestattet, die dem Schutz und der Sicherung des Investmentsparers dienen sollen.

Die Depotbank erhält ihre Rechtsstellung durch Vertrag mit der KAG. Diese vertragliche Rechtsbeziehung muß notwendigerweise hergestellt sein, ehe die KAG die ersten Rechtsgeschäfte mit Kapitaleinlegern abschließt (1). Die KAG kann sich ihre Depotbank nicht völlig frei aussuchen. Sie muß spätestens zwei Wochen vor Vertragsabschluß der Bankaufsichtsbehörde hierüber Mitteilung machen (§ 11 Abs. I S. 2 KAGG). Diese kann der Auswahl widersprechen (§ 11 Abs. I S. 3 KAGG). Ferner ist die Bankaufsichtsbehörde berechtigt, jederzeit einen Wechsel der Depotbank zu verlangen (§ 11 Abs. II KAGG), sofern sich deren Unzuverlässigkeit oder mangelnde Eignung herausstellt. Daß die Bankaufsichtsbehörde bei der Ausübung ihrer Befugnisse nach pflichtgemäßem Ermessen handeln muß, versteht sich aus den allgemeinen verwaltungsrechtlichen Grundsätzen (2).

Der Vertrag zwischen KAG und Depotbank bestimmt sich nach den allgemeinen Regeln. Er stellt seiner Natur nach einen Dienstvertrag dar, der Aufbewahrung und Geschäftsbesorgung zum Gegenstand hat (3). Weiterhin ist er gemäß § 328 BGB als Vertrag zugunsten Dritter zu betrachten (4). Im Rahmen ihrer Zuständigkeit wird die Depotbank den Anteilinhabern gegenüber schuldrechtlich verpflichtet; daneben behält die KAG ein eigenes Forderungsrecht (§ 335 BGB).

Wenn auch die Rechtsstellung der Depotbank durch den Vertrag mit der KAG begründet wird, so erschöpfen sich ihre Rechte und Pflichten doch nicht in

-
- (1) Dies ergibt sich z. B. aus § 17 Abs. I S. 4 KAGG, wonach die Anteilsscheine von der Depotbank mitzuunterzeichnen sind.
 - (2) vgl. Siara-Tormann, § 11 Anm. II S. 48; Baum, S. 144
 - (3) hierzu Geßler, S. 20; Baum, S. 143; ausführlich - auch zum Folgenden - Schäcker, S. 68 ff.
 - (4) vgl. Dürre-Full, § 11 Erl. 2; Geßler, S. 22; Baum, S. 143; im Ergebnis ebenso Ebner v. Eschenbach, S. 141 (vgl. auch S. 132/133, wo er herausstellt, daß in Bezug auf die Verwahrung des Sondervermögens die §§ 328 ff. BGB nur analog bei etwaigen Schadensersatzansprüchen anzuwenden sind); ferner Schäcker, S. 69/70.

den getroffenen Vereinbarungen. Das KAGG legt nicht nur den Inhalt dieser Vereinbarungen fest; es überträgt der Depotbank, sobald sie durch Vertrag dazu bestellt worden ist, darüber hinaus besondere Aufgaben.

Im einzelnen sind an dieser Stelle folgende Funktionen der Depotbank herauszustellen :

a) Sie hat die zum Sondervermögen gehörenden Wertpapiere in ein gesperrtes Depot zu legen und die Barmittel auf einem gesperrten Konto zu verbuchen (§ 11 Abs. III KAGG). Die Begriffe "Sperrdepot" und "Sperrkonto", die bisher in der Gesetzessprache nicht verwendet worden sind, bedeuten nach der bankgeschäftlichen Praxis, daß es sich um Depots und Konten handelt, die gewissen Verfügungsbeschränkungen unterliegen (1). Die Verfügungsbeschränkung besteht hier darin, daß nur die Depotbank - allerdings mit Weisung der KAG - berechtigt ist, zum Sondervermögen gehörende Werte dem Sperrdepot oder Sperrkonto zu entnehmen. In § 11 Abs. IV und VII KAGG ist erschöpfend aufgezählt, unter welchen Voraussetzungen Gegenstände aus der Sperrverwahrung entlassen werden dürfen. Die in der Praxis wichtigsten Fälle sind die Entnahme des Kaufpreises beim Erwerb von Wertpapieren und die Entnahme von Anlagepapieren bei ihrer Veräußerung.

b) Aus diesen Bestimmungen ergibt sich, daß die Depotbank dazu berufen ist, alle Vorgänge im Hinblick auf das Sondervermögen wirtschaftlich abzuwickeln. Zu diesem Zweck muß ihr die KAG von jedem Geschäft Kenntnis geben. Die besondere Stellung der Depotbank, die vom Gesetzgeber zur Sicherung eingeschaltet worden ist, bringt es mit sich, daß die Depotbank nicht nur wie normalerweise ein Kreditinstitut für die technische Ausführung zu sorgen hat. Sie kann sich zwar nicht in die Verwaltungstätigkeit der KAG einschalten, muß diese aber überwachen.

Unter diesem Blickwinkel ist § 11 Abs. V KAGG zu verstehen, wonach der Erwerb von Wertpapieren und Bezugsrechten für das Sondervermögen höchstens zum Tageskurs, die Veräußerung mindestens zum Tageskurs zu erfolgen hat (2). Obwohl hierin in erster Linie ein Gebot gegenüber der Fondsverwaltung enthalten ist, ergibt sich doch aus der Stellung der Vorschrift, daß sie sich auch an die Depotbank wendet, d. h. daß die Depotbank für ihre Einhaltung zu sorgen hat. Wenn die KAG also Geschäfte unter Verletzung des § 11 Abs. V KAGG abschließt, ist die Depotbank auf Grund ihrer Kontrollaufgaben verpflichtet, ihre Ausführung abzulehnen.

(1) vgl. Siara-Tormann, § 11 Anm. III S. 49

(2) vgl. dazu S. 144/145 dieser Arbeit

Das Gleiche gilt, wenn die KAG bei ihrer Tätigkeit offensichtlich anderen gesetzlichen Bestimmungen zuwiderhandelt. Allerdings verlangt der Gesetzgeber nicht ausdrücklich von der Depotbank, daß sie derartige Verstöße beanstandet. Dies läßt sich aber dem Sinn ihrer Stellung entnehmen, der besonders in § 11 Abs.VIII Ziff.1 KAGG zum Ausdruck kommt. Danach ist die Depotbank berechtigt und verpflichtet, Ansprüche der Anteilinhaber gegen die KAG geltend zu machen, wobei hauptsächlich Schadensersatzansprüche in Betracht kommen. Diese Verpflichtung schließt mit ein, daß die Depotbank - soweit ihr erkennbar und möglich - verhindert, daß überhaupt erst Schädigungen entstehen, die solche Ansprüche auslösen können (1).

c) Ferner hat die Depotbank mit zu gewährleisten, daß der Wert des Sondervermögens - und damit des einzelnen Anteils - auch bei inhaltlich wechselndem Bestand erhalten bleibt. Grundsätzlich ist das Sondervermögen durch die Surrogationsvorschrift des § 6 Abs.II KAGG vor Minderung seines Wertes geschützt (2), und zwar in der rechtlich bestmöglichen Weise (3). Wenn mit Mitteln des Sondervermögens Rechtsgeschäfte durchgeführt werden, so wird das erworbene Recht automatisch neuer Bestandteil des Sondervermögens und ersetzt damit den bisherigen Gegenstand. Dies gilt selbst dann, wenn das Surrogat nicht sofort in den Besitz der verwahrenden Depotbank gelangt. Dafür, daß die erworbenen Gegenstände aber auch tatsächlich dem Sondervermögen einverleibt werden, muß die Depotbank gemäß § 11 Abs.VI KAGG sorgen. Danach wird sie regelmäßig erst dann einen Gegenstand aus dem Sondervermögen herausgeben, wenn ihr gleichzeitig der Gegenwert zufließt.

d) Außerdem ist die Depotbank mit der Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine betraut (§ 11 Abs.I S.1 KAGG). Bei der Ausgabe ist der Gegenwert ebenfalls unmittelbar an die Depotbank zu entrichten, die ihn unverzüglich dem Sondervermögen zuzuführen hat (§ 11 Abs.III S.3, § 18 Abs.I S.1 KAGG). Die Anteilscheine dürfen nur gegen volle Leistung des Ausgabe-preises, also nicht auf Raten, ausgegeben werden. Sacheinlagen sind gemäß § 18 Abs.I S.2 KAGG unzulässig. Damit ist es insbesondere unmöglich gemacht, irgendwelche Dienstleistungen mit der Hingabe von Zertifikaten zu

(1) vgl. zum Vorstehenden zutreffend Schäcker, S. 125

(2) dazu bereits S. 118/119 dieser Arbeit

(3) vgl. Geßler, S. 15, der ausführt, daß neben ersatzlosem Untergang eines Gegenstandes nur der gutgläubige Erwerb eines Dritten die Substanz des Sondervermögens beeinträchtigen könnte. Von der Surrogation würde allerdings auch die Gegenleistung eines gutgläubigen Dritten ergriffen, da es auf den Willen der Handelnden nicht ankommt. Wenn dagegen ein gutgläubiger Dritter ohne Gegenleistung erwirbt, so müßte zumindest ein Schadensersatzanspruch gegen die veräußernde KAG entstehen.

honorieren. Dagegen verstößt es nicht gegen den Schutzzweck dieser Bestimmung, wenn Zertifikate im Tausch gegen Wertpapiere ausgegeben werden, sofern bei der Hereinnahme der Wertpapiere für den Fonds die Voraussetzungen der §§ 7 und 11 Abs. V KAGG beachtet werden (1).

§ 18 Abs. I S. 1 und 2 KAGG sind als Schutzgesetze i. S. des § 823 Abs. II BGB anzusehen. Die Depotbank macht sich schadensersatzpflichtig, wenn sie ihnen zuwider Anteilscheine auf Raten oder gegen Sacheinlagen ausgibt. Daneben bestimmt § 18 Abs. I S. 3 KAGG ausdrücklich, daß die KAG aus ihrem eigenen Vermögen den fehlenden Betrag in das Sondervermögen einzulegen hat, wenn Anteilscheine in den Verkehr gelangt sind, ohne daß der Ausgabepreis dem Sondervermögen zugeflossen ist (2).

Um dem Schutzgedanken des § 18 Abs. I S. 1 und 2 KAGG voll gerecht zu werden, wird man gegen ihn verstoßende Rechtsgeschäfte als nichtig zu behandeln haben (3).

e) Schließlich ist der Depotbank eine gesetzlich bestimmte Prozeßstandschaft übertragen. Und zwar ist sie, wie bereits oben erwähnt, gemäß § 11 Abs. VIII KAGG berechtigt und verpflichtet, im eigenen Namen Ansprüche der Anteilinhaber gegen die KAG oder eine frühere Depotbank geltend zu machen, ferner nach § 771 ZPO Widerspruch zu erheben, wenn in ein Sondervermögen wegen eines Anspruchs vollstreckt wird, für den das Sondervermögen nicht haftet.

Im Falle des § 771 ZPO sind die Anteilinhaber durch § 11 Abs. VIII Ziff. 2 KAGG ausdrücklich von der Erhebung der Widerspruchsklage ausgeschlossen. Man begründet dies damit, daß die Anteilinhaber, denen jede gesetzlich fundierte Organisation fehlt, technisch gar nicht in der Lage seien, ein derartiges Recht auszuüben, zumal ihnen in der Regel eine Zwangsvollstreckung nicht bekannt würde (4). Hier war es naheliegend, der Depotbank als Besitzerin des Sondervermögens eine entsprechende Prozeßführungsermächtigung zu erteilen.

Hingegen ist die Frage vom Gesetzgeber nicht geregelt, ob im Falle des

(1) so auch Schuler, NJW 1957 S. 1051, und v. Caemmerer, JZ 58, S. 47 Fußnote 52 unter Hinweis auf die amerikanischen Bestimmungen

(2) vgl. hierzu eingehender Siara-Tormann, § 18 Anm. I S. 63

(3) so auch Geßler, S. 26; Schäcker, S. 124

(4) vgl. z. B. Siara-Tormann, § 11 Anm. VIII S. 51, und Baum, S. 145/146

§ 11 Abs. VIII Ziff. 1 KAGG neben der Depotbank auch die Anteilhaber selbst Ansprüche gegen die KAG geltend machen können. Da es im Unterschied zu Ziff. 2 an einer gegenteiligen Regelung fehlt, ist zu folgern, daß ihnen grundsätzlich diese Möglichkeit offenstehen soll. Aus der Tatsache allein, daß auch in dieser Beziehung die Depotbank in eigenem Namen auftreten kann und muß, läßt sich nicht entnehmen, daß ihre Befugnis eine ausschließliche ist. Es ist durchaus möglich, daß neben dem Prozeßstandschafter auch der wirklich Berechtigte die ihm zustehenden Rechte wahrnimmt (1). Bei den Ansprüchen der Anteilhaber handelt es sich ja nicht um Ansprüche, welche die Depotbank im eigenen Namen und lediglich für Rechnung der Anteilhaber erworben hat. Vielmehr haben sie ihre Grundlage in den zwischen KAG und Investmentsparern unmittelbar geschlossenen Verträgen. Daß die Anteilhaber nicht selbst ihre Ansprüche geltend machen dürfen, kann nur dort bejaht werden, wo die Vertragsbedingungen einen solchen Ausschluß vorsehen. Im übrigen aber kann die Geltendmachung den Anteilhabern nicht verwehrt sein (2).

Gleichfalls muß es den Anteilhabern möglich sein, selbst ihre Ansprüche gegen die Depotbank zu richten. Es war bereits festgestellt worden, daß die Anteilhaber durch den zu ihren Gunsten zwischen Depotbank und KAG geschlossenen Vertrag unmittelbar berechtigt werden. Verletzt die Depotbank ihre Verpflichtungen gegenüber den Anteilhabern und entsteht dadurch dem Sondervermögen ein Schaden, so können sie von den Anteilhabern auf Ersatz in Anspruch genommen werden (3). Dies gilt insbesondere für Schadensersatzansprüche, die darauf beruhen, daß die Depotbank den von ihr gesetzlich auferlegten Verpflichtungen zur Kontrolle der Fondsverwaltung nicht nachkommt. Da nicht erwartet werden kann, daß etwa die KAG solche Ansprüche verfolgt, bleibt es praktisch den Anteilhabern allein überlassen diese Rechte wahrzunehmen.

Zusammenfassend ist zu sagen, daß die Einschaltung der Depotbank mit ihren verschiedenen Funktionen ein geeignetes Mittel ist, um das Sondervermögen vor Mißbrauch und Fehlleitung zu bewahren. Es darf allerdings nicht übersehen werden, daß in der Praxis Depotbank und KAG meistens kapital- und personalmäßig eng miteinander verbunden sind und daher nicht

-
- (1) vgl. Rosenberg, Lehrbuch des deutschen Zivilprozeßrechts, 9. Auflage, München und Berlin, 1961 S. 194 ff.
 - (2) ebenso Schuler, NJW 1957 S. 1050; auch Ebner v. Eschenbach, S. 135; a. A. Schäcker, S. 125/126
 - (3) so anscheinend auch Baum, S. 166/167; ferner Ebner v. Eschenbach, S. 141/142

auszuschließen ist, daß zuungunsten der gemeinsamen Interessen die Rechte der Anteilinhaber vernachlässigt werden können. So wird es die Depotbank, soweit irgend möglich, vermeiden, gegen die Fondsverwaltung rechtliche Maßnahmen zu ergreifen. Andererseits bietet das Ansehen einer Depotbank entsprechende Gewähr dafür, daß solche Maßnahmen gar nicht erst notwendig werden. In jedem Falle läßt es die Verbundenheit von Depotbank und KAG geraten erscheinen, daß den Anteilinhabern nicht eine selbständige Geltendmachung ihrer Rechte genommen wird.

3.) Bankaufsicht

Bereits an mehreren Stellen dieser Arbeit (1) sind Befugnisse der Bankaufsichtsbehörde im Hinblick auf die KAG erwähnt worden. Das KAGG sieht in verschiedenen Bestimmungen ausdrücklich die Einschaltung der Bankaufsichtsbehörde vor. So können die Vertragsbedingungen einer KAG erst wirksam werden, wenn die Bankaufsichtsbehörde sie gemäß § 14 Abs. II KAGG genehmigt hat. Weiterhin sind nach § 4¹ S. 2 KAGG die Bestellung des Aufsichtsrats und jeder Wechsel der Aufsichtsratsmitglieder der Bankaufsichtsbehörde anzuzeigen. Das Gleiche gilt hinsichtlich der Auswahl der Depotbank, wobei die Bankaufsichtsbehörde ein Widerspruchsrecht hat und sogar der KAG jederzeit einen Wechsel der Depotbank auferlegen kann (§ 11 Abs. I S. 2, 3; Abs. II). Ferner ist bei der Übertragung des Sondervermögens auf eine andere KAG gemäß § 13 Abs. II KAGG die Genehmigung der Bankaufsichtsbehörde einzuholen.

Im Rahmen dieses Kapitels ist nun darzulegen, inwieweit die Bankaufsichtsbehörde die Fondsverwaltung überwachen und notfalls eingreifen kann. Ausgangspunkt dieser Betrachtung ist die allgemeine Bestimmung des § 2 KAGG. Sie stellt klar, daß KAG's Kreditinstitute sind und den für Kreditinstitute geltenden gesetzlichen Vorschriften unterliegen, insbesondere also dem Kreditwesengesetz (KWG) (2), dessen § 1 Abs. I Ziff. 6 ausdrücklich die Investmentunternehmen einbezieht. Dabei scheiden naturgemäß solche Bestimmungen aus, die sich auf den Betrieb des allgemeinen Bank- und Kreditgeschäfts beziehen.

(1) vgl. S. 97, 98, 111, 151, 152

(2) Gesetz über das Kreditwesen vom 10. 7. 1961 (BGBl. I S. 881), in Kraft getreten am 1. 1. 1962; vgl. dazu den Kommentar von Szagunn-Neumann, Stuttgart, 1961.

Die Bankaufsicht (1) beginnt bereits vor der Geschäftsaufnahme des Kreditinstituts, denn nach § 32 KWG ist zunächst die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb einzuholen. Die Erlaubnis soll einer KAG nur unter den in § 2 Abs. II KAGG aufgestellten Voraussetzungen erteilt werden (2). Wann weiterhin die Erlaubnis versagt werden kann, ergibt sich aus § 33 KWG. Versagungsgründe sind danach u. a. mangelnde Zuverlässigkeit, Erfahrung oder fachliche Eignung von Geschäftsleitern.

Die erteilte Erlaubnis kann unter den in § 35 Abs. II KWG bestimmten Voraussetzungen zurückgenommen und die Fortführung des Geschäftsbetriebs untersagt werden (§ 38 KWG). Das wäre z. B. dann der Fall, wenn ein Geschäftsleiter wegen Unterschlagung oder Untreue nicht mehr das erforderliche Vertrauen besitzt. Anstatt die Erlaubnis zu widerrufen, kann das Bundesaufsichtsamt nach der durch das KWG 61 neu eingeführten Regelung des § 36 aber auch die Abberufung von solchen Geschäftsleitern verlangen, die sich als unverlässlich oder fachlich ungeeignet erweisen oder die trotz Verwarnung wiederholt gegen die gesetzlichen Bestimmungen oder die Anordnungen des Bundesaufsichtsamts verstoßen.

Die Überwachung der laufenden Fondsverwaltung wird insbesondere dadurch ermöglicht, daß die KAG's einer Reihe von Mitteilungsbestimmungen unterworfen sind. Nach §§ 25, 26 KWG müssen bei der Aufsichtsbehörde Monatsausweise sowie die Jahresabschlüsse mit Erläuterungen eingereicht werden. Weiterhin unterliegen die KAG's den für Kreditinstitute festgesetzten Prüfungen und die von der Depotbank verwahrten Sondervermögen den Vorschriften über Depotprüfungen (3).

Durch das KAGG sind diese Bestimmungen noch erheblich erweitert worden. Gemäß § 20 Abs. II KAGG hat die KAG der Bankaufsichtsbehörde jährlich

-
- (1) Bankaufsichtsbehörde ist nach § 5 des neuen KWG das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, eine selbständige Bundesoberbehörde im Geschäftsbereich des Bundesministers für Wirtschaft, mit dem Sitz in Berlin. Über die Gründe dieser Zentralisierung im Gegensatz zu dem vorherigen Zustand vgl. Hofmann, Gesetz über das Kreditwesen, Frankfurt, 1961, S. 8/9, 19.
 - (2) vgl. dazu die Kommentierung bei Siara-Tormann, § 2 Anm. II S. 26/27
 - (3) vgl. hierzu die Zusammenstellung der zahlreichen Rechtsgrundlagen in Consbruch-Müller, Kreditwesen-Gesetz mit verwandten und zugehörigen Vorschriften, 5. Auflage, München und Berlin 1964

zweimal die zu jedem Sondervermögen gehörenden Wertpapiere und Bezugsrechte unter Angabe von Art, Nennwert, Kurs, Kurswert, Anteil am Sondervermögen, Anteil am Nennkapital der emittierenden Gesellschaft, ferner die zu jedem Sondervermögen gehörenden Geldbeträge, Forderungen und sonstigen Rechte, die Zahl der am Sondervermögen beteiligten Anteile sowie Art und Höhe ihrer eigenen Vermögensanlagen anzuzeigen; die Anzeigen über das Sondervermögen sind von der Depotbank zu bestätigen. Damit soll der Bankaufsichtsbehörde insbesondere eine Kontrolle darüber ermöglicht werden, ob die Anlagebestimmungen des § 7 KAGG eingehalten werden.

Nach § 20 Abs. III KAGG muß sich die Prüfung des Jahresabschlusses der KAG auch auf das Sondervermögen und den Rechenschaftsbericht, insbesondere die Ertragsrechnung, sowie darauf erstrecken, ob bei der Verwaltung des Sondervermögens die Bestimmungen des KAGG und der Vertragsbedingungen beachtet worden sind. Das Ergebnis dieser Prüfung hat der Abschlußprüfer in einem besonderen Vermerk festzuhalten; der Vermerk ist mit dem vollen Wortlaut im Rechenschaftsbericht wiederzugeben.

Weitere allgemeine Befugnisse des Bundesaufsichtsamts ergeben sich aus §§ 44 ff. KWG. Danach kann es jederzeit verlangen, daß ihm Einsicht in die Bücher gestattet wird oder ihm über bestimmte Geschäftsangelegenheiten der KAG Auskünfte erteilt werden. Außerdem können Beamte der Bankaufsichtsbehörde, sofern berechtigter Anlaß für eine Überprüfung der Geschäftstätigkeit besteht, an Gesellschafterversammlungen und Aufsichtsratssitzungen der KAG teilnehmen, hierbei das Wort ergreifen und Beschlußfassungen herbeiführen. Das Bundesaufsichtsamt kann verlangen, daß notfalls solche Sitzungen anberaumt werden.

Die genannten Überwachungs- und Prüfungsvorschriften bieten zusammengekommen zum Schutz der Investmentsparer weitgehend Gewähr, daß etwaige Mißstände bei der Fondsverwaltung verhindert bzw. rechtzeitig entdeckt werden. Um einmal aufgetretene Mißstände zu bekämpfen, kann sich das Bundesaufsichtsamt der Zwangsmittel nach den Bestimmungen des Verwaltungsvollstreckungsgesetzes (1) bedienen (§ 50 KWG). Darüber hinaus werden gemäß §§ 54 ff. KWG Verstöße gegen das KWG mit Strafe oder Geldbuße geahndet. Als schwerstwiegender Eingriff bleibt dem Bundesaufsichtsamt die Möglichkeit, wie bereits erwähnt, Geschäftsleiter abzurufen oder die Fortführung des Geschäftsbetriebes gänzlich zu unterbinden.

(1) vom 27. 4. 1953 (BGBl. I S. 157)

4.) Publizität

Die im vorangegangenen Abschnitt behandelten Mitteilungsvorschriften beziehen sich nur auf die Befugnisse der Bankaufsicht. Aus ihnen können die Anteilhaber also keine Rechte auf Rechenschaftslegung herleiten. Der Unterrichtung der Öffentlichkeit und damit insbesondere der Anteilhaber dienen dafür andere Bestimmungen, die allerdings weniger weitgehend sind.

Zunächst war zweifelhaft, ob die KAG's, die durchwegs die Rechtsform einer GmbH gewählt haben, zur Veröffentlichung ihrer Bilanzen verpflichtet sind. § 41 Abs. IV GmbHG. sieht eine Publizierungspflicht nur für solche Gesellschaften vor, die den Betrieb von Bankgeschäften zum Gegenstand haben. Daß auch die Investmentgesellschaften darunter fallen, ist jetzt durch § 1 Abs. I Ziff. 6 KWG eindeutig (1). Danach hat also die KAG ihren Jahresabschluß hinsichtlich ihres Eigenvermögens ordnungsmäßig mit Gewinn- und Verlustrechnung zu veröffentlichen (2).

Mehr als diese Bilanz dürften die Anteilhaber jedoch Auskünfte über ihr Sondervermögen interessieren, das ja gemäß § 6 KAGG vom Eigenvermögen der KAG getrennt zu halten ist. Dazu bestimmt § 20 Abs. I KAGG, daß über jedes Sondervermögen für den Schluß des Geschäftsjahres ein Rechenschaftsbericht zu erstatten und im Bundesanzeiger bekanntzumachen ist. Der Rechenschaftsbericht muß eine Ertragsrechnung und eine Aufstellung der zum Sondervermögen gehörenden Wertpapiere und Bezugsrechte unter Angabe von Art, Zahl und Kurswert sowie den Stand der zum Sondervermögen gehörenden Konten enthalten. Sofern ein Rechenschaftsbericht nur einmal jährlich erstattet wird, muß die KAG eine Vermögensaufstellung auch für die Mitte des Geschäftsjahres veröffentlichen.

Auf diese Weise haben die Anteilhaber also die Möglichkeit, sich zweimal jährlich ein Bild über die Zusammensetzung des Fonds zu machen. Im übrigen sind die Angaben der Geschäftsleitung aber wenig ergiebig, insbesondere was die Ertragsrechnung anbelangt. Auf der Ertragnisseite wird zwar im Hinblick auf § 15 Abs. II KAGG und wegen der besonderen steuerlichen Behand-

-
- (1) bereits vorher in Anbetracht des § 2 Abs. I KAGG wurde dies allgemein bejaht, vgl. Schuler, NJW 1957 S. 1050; Baum, S. 81; Siara-Tormann, § 2 Anm. I S. 25/26, (letzterer allerdings nur zögernd), zumal das von Anfang an dem erklärten Willen des Gesetzgebers entsprach, vgl. Schriftlicher Bericht des BT-Ausschusses für Geld- u. Kreditwesen vom 10. 1. 57, BT-Drucksache 2973, S. 2.
 - (2) Näheres bei Baumbach-Hueck GmbHG § 41 Anm. 3 ff.

lung (1) nach Dividenden- bzw. Zinseinnahmen einerseits und Veräußerungsgewinnen andererseits aufgeschlüsselt. Die Aufwendungen werden aber meistens nur in einem einzigen Posten wiedergegeben, der häufig unter dem Sammelbegriff "vertragliche Entschädigung (2) und Gebühren" bezeichnet wird. Baum (3) bemängelt mit Recht, daß die Investmentssparer keine Kontrollmöglichkeit darüber haben, was die Fondsverwaltung im einzelnen kostet, z. B. an Spesen und Unkosten für An- und Verkauf von Wertpapieren, für die Pflichtprüfungen, Insertion usw., die ja zu Lasten des Sondervermögens gehen. Da jedoch das KAGG keine weitere Aufgliederung vorschreibt, fühlen sich die Investmentgesellschaften auch nicht von sich aus dazu verpflichtet.

Es zeigt sich, daß sich der deutsche Gesetzgeber bei den Publizitätsvorschriften auch bezüglich der Investmentfonds bisher sehr zurückgehalten hat. Viel weiter gehen die USA, wie ein Vergleich mit der auf S. 82 dieser Arbeit behandelten Regelung des ICA ergibt. Auch kennt das KAGG keine Rechte auf Auskunft und Einsichtnahme, wie sie in den angelsächsischen Ländern üblich sind.

IX. Die Gemeinschaft der Anteilinhaber

1.) Rechtsnatur der Gemeinschaft

Als in den 20er Jahren die ersten Investmentgesellschaften in Deutschland entstanden, wurde alsbald die Frage aufgeworfen, wie sich die Beziehungen der Kapitaleinleger zueinander rechtlich darstellen. Dabei war umstritten, ob es sich bei der Vereinigung der Kapitaleinleger um eine Bruchteilsgemeinschaft i. S. der §§ 741 ff. BGB oder um eine Gesellschaft des bürgerlichen Rechts handelt.

In der Rechtsprechung fand diese Frage eine erste grundsätzliche Klärung

-
- (1) vgl. Siara-Tormann, § 21 Anm. II S. 83
 - (2) die durch einen Pauschalsatz festgelegt ist
 - (3) S. 82/83

durch die Entscheidung des Reichsfinanzhofs vom 11. 3. 1930 (1). Der RFH betonte, daß sich die Kapitaleinleger nicht zusammenschlossen, um eine auf einen gemeinschaftlichen Zweck gerichtete Tätigkeit zu entfalten. Sie wollten an sich nichts weiter, als Anteile an einer Mehrzahl verschiedener Wertpapiere erwerben, um dadurch das Kursrisiko zu vermindern. Die gemeinschaftliche Verwaltung und Benutzung des gemeinschaftlichen Eigentums sei Folge des Miteigentumsverhältnisses, nicht Zweck einer Personenvereinigung.

Diese Auffassung setzte sich auch in der Literatur und Praxis durch (2). Dabei wurde mit Recht hervorgehoben, daß die Teilhaber sich untereinander gar nicht kennen und ihr Wille keineswegs darauf gerichtet ist, einen Gesellschaftsvertrag und die damit verbundenen Folgen herbeizuführen. Sie beabsichtigten lediglich, Miteigentum bzw. Mitberechtigung am Fonds zu erwerben, nicht aber ein Gesamthandsvermögen zu bilden.

Somit wurden die Rechtsbeziehungen der Anteilinhaber zueinander schon vor Inkrafttreten näherer gesetzlicher Regelungen als Rechtsgemeinschaft i. S. der §§ 741 ff. BGB erkannt. Es ließ sich allerdings nicht übersehen, daß eine solche Gemeinschaft in dem Gedanken, durch die gemeinschaftliche Verwaltung des Fondsvermögens wirtschaftliche Vorteile zu erlangen, ein "lebensschaffendes Ziel" verfolgt, ein Merkmal, das an sich einer BGB-Gesellschaft eigentümlich ist. Demgegenüber streben die Beteiligten einer BGB-Gemeinschaft, die ihre Wurzeln in der *communio incidens* des römischen Rechts hat und dementsprechend regelmäßig ungewollt zustande kommt (3), normalerweise danach, den Zusammenschluß baldmöglichst zu lösen. Die Gemeinschaftler sind lediglich gehalten, sich bis zur Auseinandersetzung zu vertragen und aufeinander Rücksicht zu nehmen. Während dieser Zeit sind sie zwar notgedrungen auf Werterhaltung bedacht, Hauptsache und Ziel der Gemeinschaft ist aber die Abwicklung. Der Gesetzgeber bringt diese Tendenz dadurch zum Ausdruck, daß er jedem Teilhaber ein Recht auf Aufhebung der Gemeinschaft gibt (§ 749 BGB).

Die Teilhabergemeinschaft an einem Investmentfonds weist nun die Besonderheit auf, daß die Anteilinhaber wegen des angedeuteten "lebensschaf-

-
- (1) der die steuerliche Veranlagung bei der Bayerischen Investment AG zu untersuchen hatte, vgl. S. 29 dieser Arbeit
 - (2) vgl. Rudolf Goldschmidt, S. 53, insbesondere Meyer-Cording S. 76 ff., auch zum Folgenden
 - (3) vgl. Palandt-Gramm, § 741 Anm. 2

fenden Ziels" nicht eine Liquidation anstreben, sondern an der Aufrechterhaltung des Gemeinschaftsverhältnisses - jedenfalls für gewisse Dauer - interessiert sind. Im KAGG ist diesem Gedanken Rechnung getragen worden, indem das Recht des Teilhabers, die Aufhebung der Gemeinschaft zu erzwingen, durch § 10 ausgeschlossen und durch eine andere Regelung ersetzt worden ist. Gleichzeitig geht gerade aus dieser Bestimmung hervor, daß der Gesetzgeber die Literatur und Vertragspraxis gutgeheißen hat, wonach der Zusammenschluß der Anteilinhaber regelmäßig als Bruchteilsgemeinschaft behandelt wurde. Im übrigen hat das KAGG durch seine sonstigen Regelungen die Rechtsverhältnisse der Gemeinschaft auf neue gesetzliche Grundlagen gestellt und damit als *lex specialis* die §§ 741 ff. BGB weitgehend verdrängt. Es rechtfertigt sich daher, von einer Bruchteilsgemeinschaft besonderer Art zu sprechen (1) (2).

-
- (1) so Baum, S. 100; Schäcker, S. 130; Gericke in Betrieb 1959, S. 1276. Dagegen vertritt Ebner v. Eschenbach, S. 146 ff., die Auffassung, daß die Anteilinhaber - außer der formellen Rechtszuständigkeit an den Gegenständen des Sondervermögens im Falle der Miteigentumlösung - keine gemeinschaftlichen Rechte haben und kein Gemeinschaftsverhältnis ähnlich den §§ 741 ff. BGB zueinander bilden. Daß in der Praxis den Anteilinhabern kaum die Möglichkeit gegeben ist, durch gemeinschaftliche Ausübung ihre Rechte geltend zu machen, besagt jedoch nicht, daß solche Rechte gar nicht bestehen. Auch schließt die gesetzliche Regelung keineswegs aus, daß durch entsprechende Ausgestaltung der Vertragsbedingungen das Gemeinschaftsverhältnis praktisch verwirklicht wird. Außerdem wird man nach Entstehung und Sinn des Investmentsparens, das auf einem Zusammenschluß zwecks gemeinschaftlicher wirtschaftlicher Betätigung basiert, schwerlich unterstellen können, daß die Anteilinhaber nichts miteinander gemein haben wollen und jeder seine Rechte ganz selbständig und unabhängig von den anderen behandelt sehen will. Vielmehr wird man ihnen wegen des Zwecks ihrer Beteiligung und der gleichgerichteten Interessen eine rechtlich relevante gemeinschaftliche Verbindung zueinander nicht absprechen können.
- (2) Gewisse Parallelen finden sich bei der Gemeinschaft der Sammeldepoteinleger (§ 6 DepG), vgl. dazu Opitz, Depotgesetz, 2. Aufl., Berlin, 1955, Bem. 1 ff. zu §§ 6-8, (hierbei handelt es sich jedoch lediglich um ein dingliches Gemeinschaftsverhältnis, bei dem im Unterschied zu den Anteilinhabern an einem Investmentfonds keine weitergehenden gemeinschaftlichen Ziele verfolgt werden), sowie bei der Gemeinschaft der Wohnungseigentümer am Gesamtgrundstück nach dem Wohnungseigentumsgesetz v. 15. 3. 1951 (BGBl. I S. 175), Näheres bei Wolff-Raiser, § 89 S. 355-365

Diese neuartige Fortentwicklung der BGB-Gemeinschaft verdient auch vom rechtssoziologischen Standpunkt aus Beachtung, worauf schon Meyer-Cording (1) hinweist. Sie läßt die ständig neue Rechtsformen schaffende Kraft des Wirtschaftslebens erkennen, die hier den etwas in den Hintergrund geratenen Typus der Rechtsgemeinschaft weiter ausgestaltet und neuen Aufgabenbereichen zugeführt hat.

Der Annahme einer Bruchteilsgemeinschaft der Anteilinhaber steht nicht entgegen, daß zu den Investmentfonds nicht nur Wertpapiere, also Sachen, sondern auch Forderungen gehören. Die Frage, ob teilbare Forderungen Gegenstand einer Bruchteilsgemeinschaft sein können, ist seit langem umstritten, wird jedoch von der herrschenden Lehre bejaht (2). Dafür spricht insbesondere § 754 BGB, in dem der Gesetzgeber zum Ausdruck gebracht hat, daß er die Rechtsgemeinschaft an Forderungen für möglich hält (3). Jedenfalls hat das KAGG keinen Zweifel gelassen, daß auch Forderungen zum Sondervermögen und damit der in Ansehung daran bestehenden Gemeinschaft gehören können (vgl. §§ 6 Abs. I u. II, 17 Abs. III) (4).

Die Rechtsnatur der Teilhabergemeinschaft wäre auch für den Fall nicht anders zu beurteilen, daß ein Sondervermögen nach der Treuhandlösung gebildet, es also ins fiduziarische Eigentum der Investmentgesellschaft gestellt würde (5). Das KAGG, das sowohl die Miteigentums- als auch die Treuhand-

(1) S. 77/78

(2) vgl. Palandt-Danckelmann, Überbl. § 420 Anm. 4a; Enneccerus-Lehmann, § 88 I 3 a S. 354, und § 183 III S. 763; Larenz, Lehrbuch des Schuldrechts, Bd. I, 7. Auflage, Münster u. Berlin, 1964, S. 374/75

(3) Die Mitberechtigung der Anteilinhaber an den Forderungen stellt sich allerdings nicht als Teilgläubigerschaft gemäß § 420 BGB oder als Teilgläubigerschaft gemäß § 420 BGB oder als Gesamtgläubigerschaft gemäß § 428 BGB dar, wie sie in früheren Vertragsbedingungen fälschlich bezeichnet wurde, denn die Schuldner sollen sich sicher nicht durch Leistung an einen Teilhaber, sondern nur durch Leistung an alle Gläubiger, d. h. in den Fonds, befreien können, vgl. v. Caemmerer JZ 58 S. 46 Fußn. 44.

(4) vgl. Dürre-Full, § 6 Anm. 1 S. 16, sowie S. 103/4 dieser Arbeit

(5) so zutreffend Schäcker, S. 126; Geßler, S. 24; Dürre-Full, § 10 Anm. IS. 19. Barocka, S. 66-69, versuchte, bei einer von ihm als "Treuhandlösung" bezeichneten Konstruktion nachzuweisen, daß die Annahme einer BGB-Gesellschaft dem Zweck des gemeinsamen Erwerbs und der gemeinsamen Verwaltung von Vermögenswerten besser entsprechen würde. Er geht allerdings davon aus, daß bei seiner "Treuhandlösung" das Sondervermögen weder im Eigentum der Investmentgesellschaft steht noch der Anteilsberechtigten Miteigentümer wird, sondern das Sondervermögen Gesamthandseigentum der Gesamtheit der Zertifikatsinhaber wird. Es erübrigt sich, nach den vorangegangenen Ausführungen auf diese Ansicht nochmals einzugehen, zumal der Ausgangspunkt durch das geltende Recht überholt ist.

lösung vorsieht, behandelt beide Möglichkeiten völlig gleich. Es macht insbesondere hinsichtlich der Rechtsstellung der Anteilinhaber keinerlei Unterschiede und spricht in jedem Fall von der in Ansehung des Sondervermögens bestehenden Gemeinschaft. Nach den positiven gesetzlichen Regelungen braucht die Konstruktion der Bruchteilsgemeinschaft auch nicht mehr aus den Vorschriften über das Miteigentum (§§ 1008 ff. BGB) abgeleitet zu werden. Nachdem klaggestellt worden ist, daß eine Rechtsgemeinschaft eigener Art entwickelt worden ist, kommt es auf den Erwerb eines formellen Miteigentums nicht mehr an. Ausschlaggebend ist vielmehr, daß den Anteilinhabern gemeinschaftlich die Rechte am Sondervermögen zustehen.

2.) Keine Einwirkungsmöglichkeit auf die Fondsverwaltung

In den vorangegangenen Kapiteln ist dargelegt worden, daß die KAG allein zur Verwaltung des Sondervermögens berechtigt ist. Sie ist dabei allerdings an die gesetzlichen und in den Vertragsbedingungen festgelegten Bestimmungen gebunden. Es leuchtet ein, daß die Anteilinhaber nicht unmittelbar bei der laufenden Verwaltung mitwirken können. Dennoch besteht kein zwingender Grund dafür, ihnen jedwedes Mitsprache- und Mitwirkungsrecht zu verwehren.

Eine solche Einflußmöglichkeit ist allerdings solange nicht zu verwirklichen, wie die Anteilinhaber, deren Zahl in die Tausende gehen kann, zwangsläufig einander unbekannt bleiben und nicht in der Lage sind, eine alle erreichbare persönliche Verbindung herzustellen. Diese Anonymität entspricht keinesfalls dem Wesen einer Bruchteilsgemeinschaft, im Gegenteil geht die BGB-Gemeinschaft gerade von einer gemeinschaftlichen Verwaltung aus (§ 744 Abs. I BGB, vgl. auch §§ 20 ff. des Wohnungseigentumsgesetzes). Von den rechtlichen Grundlagen her würde also nichts im Wege stehen, daß die Anteilinhaber durch einberufene Versammlungen oder über eine eigene Interessenvertretung gewisse Mitspracherechte ausüben. Das wäre durchaus auch bei einer großen Zahl von Anteilinhabern tatsächlich möglich, genau so wie bei Aktiengesellschaften, die ebenfalls viele und ständig wechselnde Mitglieder haben, die regelmäßig gemeinsame Entschlüsse zustande bringen.

Das KAGG sieht jedoch eine Versammlung oder Vertretung der Anteilinhaber nicht vor. Damit hat es zwar nicht derartige Einrichtungen untersagt. Da aber diese Frage bereits vor Inkrafttreten des Gesetzes öffentlich diskutiert

worden ist (1), kann nicht angenommen werden, daß der Gesetzgeber sich nicht mit dieser Frage befaßt hat. Aus seinem Schweigen muß vielmehr gefolgert werden, daß er eine Einwirkungsmöglichkeit der Anteilinhaber auf die Fondsverwaltung für überflüssig hält. Dementsprechend räumen auch die Vertragsbedingungen den Anteilhabern keinen Einfluß ein (2).

Zur Begründung wird meistens angeführt, daß die Erwerber von Investment-Anteilen gerade die Sachkunde des management kaufen wollen. Dazu passe es nicht, wenn man ihnen Einfluß auf die Geschäftsführung einräumen wollte (3). Die Anteilinhaber wollten vielmehr von der Sorge um die Anlage ihrer Ersparnisse entlastet werden. Außerdem würden den Anteilhabern dennoch eingeräumte Befugnisse, in Versammlungen oder über einen gewählten Beirat auf die KAG einzuwirken, die Verantwortung der Organe der KAG verringern und ihre Entscheidungsfreudigkeit lähmen. Schließlich seien mit der Abhaltung von Versammlungen usw. erhebliche Kosten verbunden, die das Fondsvermögen zum Nachteil der Anteilinhaber schmälern würden (4).

Diese Argumente vermögen aber nicht ganz zu überzeugen. Im Grunde genommen stellt sich die Interessenlage ähnlich wie bei einer Aktiengesellschaft dar. Auch den Erwerbern von Aktien geht es normalerweise darum, ihre Ersparnisse auf gewisse Dauer anzulegen. Da sie nicht kapitalkräftig genug sind, sich Alleineigentum an einem ganzen Unternehmen zu verschaffen, begnügen sie sich mit einer Beteiligung. Sie bringen also ihr Geld auch in einen "großen Topf" ein. Der Unterschied besteht nur darin, daß der Aktionär auf die Erfolgsaussichten einer bestimmten Gesellschaft setzt, während der Investmentsparer zur größeren Sicherheit und Risikostreuung an einer Vielzahl von Gesellschaften beteiligt werden möchte. Auch der Aktionär bezweckt nicht, bei der laufenden Geschäftsführung mitzuwirken; er will sich vielmehr ebenfalls die Fähigkeiten und Erfahrungen anderer zunutze machen und sie für sich arbeiten lassen, also das management "kaufen". Das schließt aber nicht aus, daß er von Zeit zu Zeit unterrichtet und um seine Stellungnahme zu wesentlichen Punkten gefragt werden will. Bei der Aktiengesellschaft sieht man diese Mitsprachrechte als selbstverständlich an und trachtet sogar danach, sie auszuweiten.

-
- (1) vgl. Dürre in Sparkasse 1956 S. 219-223; Barocka, S. 106-108.
 - (2) abgesehen von einigen Ausnahmen, z. B. in den Vertragsbedingungen der Union-Investment-Gesellschaft, vgl. dazu Seite 113 Fußnote 1 und S. 124 Fußnote 2 dieser Arbeit
 - (3) so v. Caemmerer JZ 1958 S. 44
 - (4) Dürre aaO, S. 222

Zu berücksichtigen ist allerdings, daß sich die Investmenteinrichtungen hauptsächlich an Kleinsparer wenden, die erfahrungsgemäß den wirtschaftlichen und rechtlichen Vorgängen selbst wenig Interesse und Verständnis entgegenbringen. In der Praxis zeigt sich, daß gerade Kleinaktionäre von ihren Verwaltungsrechten wenig Gebrauch machen.

Wohl aus diesen Erwägungen heraus hat man es für richtiger gehalten, die Interessen der Anteilinhaber durch Aufsicht des Staates, der Depotbank und durch Publizität zu wahren.

Wenn auch die vorangegangenen Untersuchungen gezeigt haben, daß damit Unzulänglichkeiten nicht völlig ausgeschaltet werden, so bleibt anzuerkennen, daß durch die im KAGG enthaltenen Bestimmungen weit mehr auf Schutz und Sicherung der Anteilinhaber abgestellt ist als im Aktiengesetz hinsichtlich der Aktionäre. Indem man sich aber mit der Überwachung der Fondsverwaltung durch andere Stellen begnügt und den Anteilinhabern von vornherein jegliche Einflußmöglichkeit vorenthält, unterstellt man, daß die Kleinsparer schlechthin zur Mitwirkung am wirtschaftlichen Geschehen ungeeignet sind. Obwohl die Anteilinhaber die Rechtsträger des Sondervermögens sind, werden sie wie die Einleger bei Banken oder Sparkassen behandelt (1). Diese Einstellung widerspricht aber den mit dem Investmentsparen verbreiteten sozialpolitischen Zielen (2).

Daß es mit dem Investmentgedanken durchaus zu vereinbaren ist, den Anteilinhabern selbst gewisse Mitspracherechte gegenüber der Fondsverwaltung einzuräumen, beweisen die Verhältnisse in anderen Ländern. Sowohl die Investmentunternehmen in England als auch in den USA kennen mit gewissen Befugnissen ausgestattete Versammlungen, und zwar gilt das nicht nur für die Limited Companies und Corporations, sondern auch für die Trusts, wie ein Vergleich mit den früher behandelten Regelungen zeigt (3). Auch in der Schweiz sind solche Versammlungen der Zertifikatsinhaber bekannt (4) (5).

(1) wie v. Caemmerer, JZ 58 S. 44, es folgerichtig ausspricht

(2) vgl. dazu den folgenden Abschnitt

(3) vgl. S. 44/45, 75, 81 dieser Arbeit

(4) Näheres bei Baum, S. 159/160

(5) Die Verwaltung des europäischen Anlagefonds "Eurunion", der 1959 nach luxemburgischen Recht von namhaften Banken aus EWG-Ländern gegründet wurde und dessen Vermögen insbesondere Standardwerte aus Ländern des Gemeinsamen Marktes enthält, veranstaltete am 21. 3. 1963 für die Anteilinhaber erstmals eine Jahresversammlung. Allerdings konnten die Anteilinhaber keine Entscheidungsbefugnisse aus-

Zusammenfassend bleibt festzustellen, daß es nicht gerechtfertigt erscheint, der Gemeinschaft der Anteilinhaber jede Möglichkeit zu versagen, ihre Interessen selbst geltend zu machen. Vielmehr wäre zu wünschen, daß die Anteilinhaber Gelegenheit erhielten, wenigstens bei grundlegenden Fragen der Geschäfts- und Anlagepolitik mitzuentcheiden (1).

X. Schlußbemerkung

Es hat sich bei den vorstehenden Betrachtungen herausgestellt, daß die Anteilinhaber, abgesehen von einem vertraglich bestimmten Anspruch auf Gewinnausschüttung und einem Anspruch auf etwaigen Liquidationsanteil, nur die Möglichkeit haben, über ihr Quotenrecht an sich zu verfügen. Und zwar können Verfügungen durch Rechtsgeschäft oder im Wege der Zwangsvollstreckung nur über den Anteilschein erfolgen, in dem die Rechte des Anteilinhabers verbrieft sind. Hinsichtlich der zum Sondervermögen gehörenden Gegenstände können die Anteilinhaber dagegen keine Rechte ausüben, Verfügungen treffen oder dulden (§ 17 Abs. III S. 3 KAGG). Ferner ist ihnen Besitz und Verwaltung hierüber vorenthalten.

üben. Die Versammlung, die nunmehr jedes Jahr stattfinden soll, diene vielmehr dazu, den Kontakt zwischen den Investmentsparern und der Fondsverwaltung zu fördern, ihnen Informationen über den Jahresabschluß und Gelegenheit zu Fragen zu geben. - Dieser Versuch einer Fondsverwaltung, über die gesetzlichen Verpflichtungen hinaus mit den Anteilinhabern über die Anlagepolitik zu sprechen, wurde in der Finanzpresse stark beachtet und mehrfach zustimmend kommentiert, vgl. FAZ v. 18. 3. 63; Devisen und Finanzen v. 21. 3. 1963; Industriekurier v. 23. 3. 1963; Börsen-Zeitung v. 26. 3. 1963. Die zweite Jahresversammlung fand am 17. 3. 1964 in Frankfurt statt, vgl. dazu Börsenzeitung v. 26. 3. 1964.

-
- (1) In diese Richtung weist auch der Vorschlag von Barocka, S. 107 f.; vgl. ferner Baum, S. 161 ff.; er hebt zu Recht hervor, daß der Mangel einer ausreichenden Interessenvertretung sich auch dann nachteilig auswirkt, wenn Schadensersatzansprüche gegenüber der Depotbank oder der KAG durchzusetzen sind.

Das ihnen in der Praxis regelmäßig eingeräumte Miteigentum an dem Sondervermögen läßt fast alle Merkmale vermissen, die nach unserem Recht mit der Eigentümerstellung verbunden sind. So haben die Anteilinhaber keinen Herausgabeanspruch; sie können auch in keiner Weise mit ihrem Eigentum nach Belieben verfahren noch andere von jeder Einwirkung ausschließen (§ 903 BGB).

Ob das Sondervermögen im Eigentum der Anteilinhaber oder der KAG steht, ist nach außen hin nicht erkennbar. Früher wurde das Fondsvermögen formell als Eigentum der Anteilinhaber behandelt, um es bei einem Konkurs oder einer Einzelvollstreckung dem Zugriff der Gläubiger der Investmentgesellschaft zu entziehen (1). Dieser Gesichtspunkt ist gegenstandslos geworden, nachdem das KAGG die insoweit im Treuhandrecht vorhandenen gewesene Lücke geschlossen hat und die Investmentfonds in jedem Fall zugunsten der Anteilinhaber absichert. Es ist bereits an früherer Stelle (2) ausgeführt worden, daß es sich auch bei der Miteigentumlösung in Wirklichkeit um ein Treuhandverhältnis handelt.

Indem der Gesetzgeber die Miteigentumlösung und die Treuhandlösung in ihren Wirkungen völlig gleichstellt und für die Rechtsstellung der Anteilinhaber keinerlei Unterschiede macht, wird erkennbar, daß hier gar kein Eigentum im Sinne des BGB mehr vorliegt (3).

Diese Feststellung, für sich genommen, gibt allerdings keinen Anlaß zu Bedenken. Denn ob die Anteilinhaber formaljuristisch als Eigentümer bezeichnet werden können oder nicht, ist für die ihnen einmal eingeräumte Rechtsstellung ohne Belang. Das gewonnene Ergebnis macht nur deutlich, was wirtschaftlich gewollt war.

Außerdem ist es interessant klarzustellen, daß der *numerus clausus* unseres Sachenrechts nicht mehr uneingeschränkt gilt. Was hier aus den Bedürfnis-

-
- (1) vgl. v. Caemmerer, JZ 58 S. 46, der darin die alleinige Funktion der Miteigentumlösung sieht
 - (2) vgl. S. 105-107
 - (3) Wenn in Erkenntnis dieser Umstände Boveri, S. 86/87, den Ausdruck "abgeschwächtes Eigentum" geprägt hat, den mehrere Autoren, z. B. v. Caemmerer, S. 46, Schäcker, S. 130, übernommen haben, so sollte man deutlicher herausstellen, daß sich die Anführungszeichen in erster Linie auf "Eigentum" beziehen müssen.

sen und Wünschen des Wirtschaftslebens heraus geschaffen worden ist, ist eine neuartige dingliche Rechtsposition, ein "wirtschaftliches Eigentum", das dem "equitable right" des Trustrechts entspricht. Dieser Vergleich ergibt sich auch nicht von ungefähr, wenn man sich nochmals vergegenwärtigt, welch maßgeblichen Einfluß der angelsächsische Raum auf das Investmentwesen in Deutschland ausgeübt hat.

Nachdem der rechtliche Gehalt des Anteilsrechtes nochmals zusammengefaßt worden ist, erscheint die Frage berechtigt, ob das Investmentsparen wirklich geeignet ist, die private Eigentumsbildung in der Hand des kleinen Bürgers zu fördern und damit das Gefühl der Mitbeteiligung und Mitverantwortung zu erwecken, wie es dem Gesetzgeber des KAGG vorschwebt (1).

Salin (2) hält rundweg die bundesrepublikanische "Erziehung zum Sparen in Aktien" und alle ähnlichen Maßnahmen schon darum für zum Scheitern verurteilt, weil bei den Politikern eine Täuschung über den Tatbestand und bei den Ökonomen über die Beständigkeit der Eigentumskategorie und des Eigentumswillens vorliege (3).

Hinsichtlich des Erwerbs von Investmentanteilen ist es in der Tat so, daß damit in Wahrheit gar kein Eigentum gebildet wird. Es wird den Anteilinhabern zwar wenig ausmachen, ob sie als Eigentümer im bisherigen Rechtssinne oder als "wirtschaftliche Eigentümer" zu bezeichnen sind. Diese Eingruppierung ist aber doch nur Ergebnis der Stellung, die ihnen eingeräumt wird. Tatsächlich gehört ihnen ja nur der Anteilschein, und es ist trotz der intensiven Werbung schwer zu glauben, daß sie sich als Mitbeteiligte aller Unternehmen fühlen könnten, deren Aktien in unübersehbarer Zahl im Investmentfonds vereinigt sind. Ein Gefühl der Mitverantwortung dürfte schon deshalb nicht aufkommen, weil die Anteilinhaber gerade bewußt von jeder Verantwortung und Mitwirkung an den Geschäftsvorgängen ferngehalten werden.

Sie werden vielmehr wie Einleger bei Banken oder Sparkassen behandelt (4). Allerdings müssen sich die Investmentsparer bewußt sein, daß ihr Geld nicht unverändert auf einem Konto steht, sondern in Vermögenswerten angelegt

-
- (1) vgl. den Bericht des Abgeordneten Neuburger, BT 2. Wahlperiode Nr. 2973 (neu) S. 1, sowie seine Einleitung bei Siara-Tormann, S. 11 ff.
 - (2) vgl. seine Ausführungen in "Die Zeit" vom 30. 9. 60, S. 15.
 - (3) Sehr skeptisch äußert sich auch Schadt, S. 59, zu diesem Fragenkreis.
 - (4) vgl. S. 167 dieser Arbeit.

wird, die Kursschwankungen unterliegen. Das wird ihnen einmal die Kenntnis vermitteln, daß nur längerfristige Kapitalanlagen empfehlenswert sind, zum anderen wird dieser Umstand wohl häufiger ihr Interesse auf das wirtschaftliche Geschehen, insbesondere die Börsentendenzen, lenken. Diese Anteilnahme dürfte jedoch letztlich durch die Hoffnungen erschöpfen, die auf eine angemessene Gewinnerzielung gesetzt werden. Darüber hinaus wird man mit der angestrebten "Subjektstellung im Wirtschaftsleben" nicht viel anzufangen wissen.

Immerhin zeigt sich aus der stark angestiegenen Beteiligung an den Investmentfonds, daß ein weitgehendes Bedürfnis für diese Form der Vermögensbildung besteht und die dem Kleinsparer gebotenen Möglichkeiten und Bedingungen ansprechen. Dadurch sind auch die mit dem Investmentwesen verbundenen volkswirtschaftlichen Ziele gefördert worden, zumal sich das Investmentsparen nicht oder nur geringfügig auf Kosten der anderen Sparformen ausgeweitet hat. Ob sich der Gedanke und die Ausgestaltung des Investmentwesens auf längere Sicht zugunsten der Anteilinhaber sowie der Gesamtwirtschaft auswirkt, bleibt allerdings abzuwarten.

L e b e n s l a u f

Am 12.9.1930 wurde ich in Wuppertal als Sohn des Bankdirektors Walter Reuter und seiner Ehefrau Addy geb. Mutzberg geboren.

Vom Frühjahr 1937 bis Herbst 1941 besuchte ich die Volksschule in Wuppertal-Barmen und Dortmund und anschließend die Oberschule in Dortmund, Breslau und Trebnitz; ab 1945 war ich auf dem Progymnasium in Uffenheim, wo ich im Juni 1949 die Reifeprüfung ablegte.

Von Oktober 1949 bis September 1950 volontierte ich bei einer Tageszeitung in Mittelfranken und von November 1950 bis September 1952 durchlief ich bei einer Bank in Frankfurt a. M. eine Lehrzeit, die ich mit der Kaufmannsgehilfenprüfung abschloß.

Im Wintersemester 1952/53 begann ich mit dem Studium der Rechtswissenschaft an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt a. M.; während des Wintersemesters 1955/56 und des Sommersemesters 1956 war ich Austauschstudent an der University of Chicago; im Wintersemester 1956/57 setzte ich das rechtswissenschaftliche Studium an der Universität in Frankfurt a. M. fort.

Die erste rechtswissenschaftliche Staatsprüfung bestand ich am 18.11.1958 vor dem Juristischen Prüfungsamt beim Oberlandesgericht Frankfurt a. M. und die große juristische Staatsprüfung beim Juristischen Landesprüfungsamt am 14.12.1962.

Seit April 1963 bin ich bei einer Bank in Frankfurt a. M. tätig.

